



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto delle Crisi d'Impresa

**I FONDI DI PRIVATE EQUITY NELLE OPERAZIONI DI
TURNAROUND: LA RISOLUZIONE DELLE CRISI
D'IMPRESA ATTRAVERSO L'INVESTIMENTO NEL
CAPITALE DI RISCHIO**

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Vincenzo De Sensi

CANDIDATA

Camilla De Pasquale

Matr: 122163

CORRELATORE

Chiar.ma Prof.ssa

Concetta Brescia Morra

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

A TE.

A te io dedico una tesi

Perché non ho altro

Niente di meglio da offrirti

Di tutto quello che ho

Prendi il mio tempo

E la magia

Che con un solo salto

Ci fa volare dentro all'aria

Come bollicine.

*“La decisione d’investimento più rischiosa
è sempre quella di investire sul passato.”*

-Marco Vitale

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1: IL PRIVATE EQUITY NEL MERCATO DI CAPITALE DI RISCHIO

1.1 AMBITO DI RIFERIMENTO

1.2 CENNI STORICI: L'ORIGINE DEL PRIVATE EQUITY

1.2.1 Negli Stati Uniti

1.2.2 In Europa

1.2.3 In Italia

1.3 DEFINIZIONE E ATTIVITA' DI PRIVATE EQUITY

1.4 LE OPERAZIONI DI PE NEI DIVERSI STADI DEL CICLO DI VITA DELLE IMPRESE

1.4.1 Il finanziamento dell'avvio

1.4.2 Il finanziamento dello sviluppo

1.4.3 Il finanziamento del cambiamento

1.5 IL *FUND RAISING*

1.6 IL PROCESSO DI INVESTIMENTO

1.6.1 Il rischio dell'investimento

1.7 GESTIONE E MONITORAGGIO DELL'INVESTIMENTO

1.8 IL PROCESSO DI DISINVESTIMENTO

1.9 GLI OPERATORI

1.9.1 I fondi mobiliari chiusi

1.10 GLI ASPETTI LEGALI DELLE OPERAZIONI DI INVESTIMENTO NEL CAPITALE DI RISCHIO

1.10.1 La struttura dell'operazione di LBO: la riforma del diritto societario e l'art. 2501-*bis* Codice civile

1.11 ANALISI DEL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY

CAPITOLO 2: IL TURNAROUND COME SOLUZIONE ALLA CRISI

2.1 INTRODUZIONE DEL FENOMENO

2.2 DECLINO E CRISI D'IMPRESA: CARATTERISTICHE ESSENZIALI

2.2.1 Le cause del declino e della crisi

2.2.2 *Segue*: Squilibri finanziari e patrimoniali

2.3 IL PROCESSO DI TURNAROUND

2.3.1 Il riconoscimento del declino e il cambiamento strategico

2.3.1.1 L'analisi del bilancio

2.3.1.2 Il Rendiconto Finanziario

2.3.1.3 I modelli statistici di previsione delle insolvenze aziendali

2.3.2 La valutazione

2.3.3 La definizione del piano strategico: il Piano di turnaround

2.3.3.1 La trattativa sul Piano

2.3.4 Gestire l'emergenza

2.3.5 Il riequilibrio ed il ritorno alla crescita

2.4 I FATTORI CRITICI DI SUCCESSO DEL TURNAROUND

2.5 GLI ATTORI DEL TURNAROUND

2.5.1 La società target

2.5.2 L'implementazione del turnaround da parte delle banche

2.6 UN MODELLO AMERICANO: LA “*PRE-PACKAGED BANKRUPTCY*”

2.7 IL FENOMENO DEL TURNAROUND IN ITALIA

CAPITOLO 3: IL RUOLO DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY NELLE OPERAZIONI DI TURNAROUND

3.1 L'INVESTIMENTO IN SITUAZIONI DI CRISI

3.2 IL *TURNAROUND FUND*

3.2.1 La struttura del fondo

3.2.2 La banca depositaria

3.2.3 *Segue*: La funzione di vigilanza di CONSOB e Banca d'Italia

- 3.2.4 La Società di gestione del risparmio
- 3.3 LA SCELTA DELLA SOCIETA' *TARGET* DA PARTE DELL'INVESTITORE
- 3.4 LA VALUTAZIONE DELL'OPERAZIONE
- 3.5 LE TECNICHE D'INVESTIMENTO
 - 3.5.1 Operazioni di turnaround nel corso di un concordato preventivo *ex artt.* 160 ss. 1.fall.
- 3.6 IL DISINVESTIMENTO
 - 3.6.1 Il disinvestimento tramite IPO
 - 3.6.2 Il disinvestimento tramite *Trade sale*
 - 3.6.3 Il disinvestimento tramite *Replacement*
 - 3.6.4 Il disinvestimento *Buy Back*
 - 3.6.5 Il disinvestimento tramite *Write-off*
- 3.7 IL MERCATO ITALIANO
- 3.8 IL CASO SIRTI
 - 3.8.1 L'azienda
 - 3.8.2 Il dissesto
 - 3.8.3 La corsa all'acquisto
 - 3.8.4 L'intervento del *turnaround fund*
 - 3.8.5 La situazione *post* dissesto

CAPITOLO 4: GLI ISTITUTI GIURIDICI PER IL SUPERAMENTO DELLE CRISI AZIENDALI

- 4.1 TURNAROUND E PROCEDURE CONCORSUALI
- 4.2 L'IMPATTO DELLA RIFORMA FALLIMENTARE SULLE OPERAZIONI DI TURNAROUND
- 4.3 I PIANI DI RISANAMENTO
- 4.4 GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI
- 4.5 IL CONCORDATO PREVENTIVO

CONCLUSIONE
RINGRAZIAMENTI
BIBLIOGRAFIA
SITOGRAFIA

Introduzione

Al giorno d'oggi il panorama mondiale, sia economico che finanziario, è contraddistinto da numerosi periodi positivi ed altrettanti periodi negativi, in questo contesto le imprese moderne si trovano a competere all'interno di un mercato in continua evoluzione e per poter resistere al suo interno devono avere una serie di capacità tecnico-professionali ed affrontare i giusti cambiamenti nei tempi necessari.

Quando l'impresa non riesce a fronteggiare il mutamento del mercato, nei giusti modi e tempi, potrà trovarsi ad affrontare una fase negativa di dissesto che potrebbe anche sfociare, nel peggiore dei casi, in una vera e propria crisi dal carattere irreversibile, che se non affrontata con gli strumenti idonei potrebbe completamente compromettere l'attività aziendale trasformandosi in fallimento o liquidazione dell'impresa.

All'interno di questo elaborato, abbiamo cercato di individuare le modalità con cui un'impresa può reagire al dissesto, puntando ad una ristrutturazione dell'attività che produca il ritorno all'equilibrio originario e permetta all'impresa di poter tornare a competere attivamente sul mercato.

L'analisi si è concentrata su quelle che vengono definite *special situation*, che necessitano di interventi particolari, da parte di operatori professionali, per consentire il proseguimento dell'attività aziendale.

Risanare un'impresa che verte in uno stato di dissesto o di crisi, significa assumersi dei rischi da un punto di vista finanziario, operativo ed industriale, ricordando che l'incognita del mercato non sempre permette di effettuare un'analisi preventiva sulle probabilità di successo dell'operazione. Per questi motivi, trovare delle persone che presentino le necessarie risorse finanziarie, le giuste competenze professionali e che allo stesso tempo siano tanto intraprendenti da assumersi il rischio dell'operazione è molto difficile.

Ad esempio le banche, che sono il primo mezzo finanziario a cui ci si rivolge, anche se possiedono i giusti mezzi finanziari, difficilmente sono in possesso di una struttura organizzativa adeguata che possa affrontare i rischi annessi ad una operazione di ristrutturazione aziendale, motivo per cui in paesi, come l'Italia, fortemente banco-centrici

gli istituti proseguiranno a emettere il sicuro, ma poco remunerativo, capitale di debito e difficilmente decideranno di spostare la loro attività in investimenti nel capitale di rischio. Inoltre occorre precisare che gli istituti bancari, negli ultimi tempi, hanno aumentato la loro avversione a conceder prestiti in periodi di crisi o *pre-crisi* aziendale, lasciando in questo modo un ampio margine operativo agli operatori istituzionali, che svolgerebbero sia il ruolo di “investitore”, attraverso l’apporto di risorse economiche e finanziarie, ma anche quello di *advisor*, figura poco presente nello scenario imprenditoriale italiano, attraverso l’offerta nel corso di tutte le fasi dell’operazione di ristrutturazione del proprio bagaglio di *know-how* e conoscenze professionali, portando in questo modo ulteriore vantaggi all’andamento del processo.

Le capacità professionali dell’investitore istituzionale rappresentano la vera particolarità di questo strumento e l’elemento che permette di contraddistinguerlo dal mero prestito a debito, emettibile da una qualsiasi banca. La partecipazione attiva dell’operatore potrà evincersi nella possibilità che questo, una volta conclusa la trattativa sul Piano strategico d’adottare, entri a far parte del consiglio d’amministrazione, in modo da controllare e gestire direttamente il proprio investimento, almeno è quello che succede nella maggior parte dei casi.

Nella redazione di questo elaborato l’obiettivo è stato quello di sviluppare la figura degli investimenti nel capitale di rischio che vengono effettuati da parte di operatori istituzionali, rappresentati dai fondi di private equity, al fronte della risoluzione delle crisi d’impresa attraverso un’operazione di ristrutturazione e riorganizzazione dell’azienda e della sua attività, appunto un’operazione di turnaround.

L’analisi ha cercato di inquadrare come questo strumento di “salvataggio” aziendale sia stato recepito nel mercato italiano, cercando di confrontare l’uso nazionale rispetto a quello di paesi che presentano un mercato finanziario e degli investimenti nel capitale di rischio molto più maturo, come gli Stati Uniti o la Gran Bretagna.

Lo scopo dell’operazione sarà quello di ricreare valore all’interno dell’azienda danneggiata dal dissesto senza generare ulteriori perdite, finalizzando la prima parte dell’intervento, che dovrà avvenire in tempi celeri, ad evitare l’uscita dell’impresa dal

mercato, mentre la seconda parte all'applicazione di una strategia di medio-lungo periodo volta a ritrovare il valore originario dell'attività.

Per poter avere un quadro quanto più chiaro possibile, l'elaborato è stato suddiviso in quattro sezioni.

All'interno del primo capitolo sarà possibile evincere un'analisi sul fenomeno del private equity, attraverso l'individuazione delle sue origini e delle modalità con cui si sviluppa.

I fondi di private equity rappresentano un'ottima possibilità di finanziamento per quelle imprese che intendono avviare un'attività, sviluppare e ampliare il proprio *core business* o effettuare dei cambiamenti al proprio interno a seguito di un dissesto. Nel corso della trattazione abbiamo cercato di inquadrare chi sono gli investitori istituzionali che operano in questo tipo di mercato e come si sviluppa l'intera operazione: dalla scelta della *target*, fino al momento del disinvestimento.

Nella seconda parte l'attenzione è stata focalizzata su quelle che sono *special operation*, cioè quelle particolari operazioni che vengono attuate, in tempi più o meno celeri, per salvaguardare l'attività di un'impresa, appunto le operazioni di turnaround. In questo caso la valutazione che è stata fatta ha preso in considerazione quando ci sia la necessità di tale strumento, andando a definire quando un'impresa verti in stato di declino risolvibile e quando invece attraversi uno *status* di crisi irreversibile, focalizzandoci su come il *turnaround manager* affronti la gestione dell'operazione e il modo in cui valuta la strategia migliore d'applicare alla *target*.

Il fulcro dell'elaborato si trova all'interno del terzo capitolo, nel corso della sua redazione la volontà è stata quella di congiungere i due aspetti sopracitati, andando ad analizzare un settore particolare del private equity, ossia il finanziamento attraverso l'apporto di capitale di rischio nei confronti di imprese che attraversano uno *status* di crisi e che necessitano delle giuste risorse finanziarie e *manageriali* per effettuare il cambiamento e la ristrutturazione della società.

La scelta di questo tema risponde alla determinazione di vagliare i lati positivi e negativi di uno strumento del tutto sottosviluppato all'interno del territorio italiano, appunto il *turnaround fund*, questo per proporre una valida alternativa, in caso di crisi aziendale, al fallimento, alla liquidazione o alla cessione dell'attività d'impresa.

Essendo le operazioni di questo tipo effettuate nel territorio italiano un numero modesto, dopo un attento lavoro di ricerca, abbiamo cercato di analizzare una di queste, ossia il caso Sirti S.p.A..

L'azienda italiana, *ex-leader* nel settore delle telecomunicazioni, in data 4 aprile 2016, è stata salvata da parte dello statunitense *turnaround fund* "Pillarstone Italy", fondo istituito da parte di Kkr e coadiuvato da due istituti bancari italiani: Unicredit ed Intesa Sanpaolo. Essendo un'operazione recente non è stato possibile ricostruire l'intero processo, non essendo ancora intervenuto il disinvestimento, ma abbiamo cercato di ricostruire i motivi che hanno portato al dissesto e alla necessità di ricorrere ad un investitore istituzionale, per superare una fase di difficoltà iniziata nel lontano 2000.

Nell'ultima parte dell'elaborato abbiamo analizzato come si approcciano le procedure concorsuali stragiudiziali, come piano di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti, ed il concordato preventivo con una operazione di turnaround; in particolar modo quale sia stato l'impatto con la riforma fallimentare e come agisce l'azione revocatoria per gli accordi stipulati tra debitore/investitore e *stakeholder*, nel caso ci sia una successiva dichiarazione di fallimento.

Il private equity nel mercato del capitale di rischio

1.1 Ambito di riferimento

Le imprese odierne devono fronteggiarsi in un contesto fortemente competitivo ed in continuo sviluppo, questo richiede una continua attività di monitoraggio della propria struttura aziendale ed una frequente revisione dei modelli organizzativi.

Il panorama moderno prevede un mercato volto alla globalizzazione e caratterizzato sempre di più da una competizione su scala internazionale, dove spesso la dimensione e la struttura dell'impresa risultano essere elementi fondamentali per la sopravvivenza e la crescita delle imprese, facendo sì che l'attività svolta da parte dei fondi di private equity¹ sia al giorno d'oggi di grande interesse.

Vengono definite operazioni di Turnaround, quelle manovre che vengono effettuate all'interno di un'azienda che si trova in uno *status* di crisi asserito, cioè quando appare ormai evidente l'impossibilità di reazione da parte dell'azienda con le proprie forze economiche e con le proprie competenze rispetto alle dinamiche concorrenziali del mercato, con la conseguenza che l'impresa possa, in tempi più o meno brevi, uscire dal mercato².

Negli ultimi anni sono sempre più aumentante le imprese che necessitano di interventi di ristrutturazione: risanare un'azienda in difficoltà significa assumersi rischi significativi,

¹ Di seguito si riferirà a tale processo con la sigla PE.

² Giovanna Mariani; *Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround*; con il contributo di Michele Pallottini; Pisa University Press srl; Edizione 2012.

sia dal punto di vista finanziario che da quello operativo, ciò richiede che le crisi d'impresa siano gestite con la massima rapidità e professionalità.

Talvolta nella vita di un'azienda vi sono fasi in cui l'aumento degli investimenti e del volume degli affari risulta maggiore alla capacità d'impegno e, delle volte, alla volontà degli azionisti stessi di farsi carico dell'iniezione di liquidità essenziale al fine di sostenere la crescita. L'esigenza di ricercare nuove risorse finanziarie non nasce sempre da situazioni di crisi dell'impresa, ma può derivare da una volontà di crescita della stessa, quando sia necessario un "salto dimensionale" per rispondere alla concorrenza del mercato globale. La ricerca di nuovi capitali risulta estremamente difficile, per gli imprenditori accedere alle procedure di finanziamento da parte degli istituti di credito non risulta sempre agevole, ciò succede quando si sviluppano *business* in settori che il sistema bancario considera rischiosi o poco proficui.

Le imprese in questi casi possono ricorrere al capitale di rischio (il quale si contrappone al concetto di capitale di debito), permettendo così uno sviluppo dell'azienda grazie all'ingresso di investitori professionali.

Il private equity nasce per offrire la possibilità ad investitori istituzionali di finanziare aziende private: una classe di investimenti più rischiosa, ma anche con rendimenti maggiori dell'investimento in aziende quotate³.

I fondi di private equity si pongono in una posizione intermedia all'interno delle altre forme di finanziamento come il capitale proprio investito da parte dell'azionista privato, l'erogazione del credito a lungo termine da parte della Banca ed il capitale ottenuto attraverso l'investimento in Borsa, il PE si è affermato nei giorni d'oggi come un'ottima procedura per perseguire lo sviluppo e la crescita dell'azienda.

Nei capitoli seguenti si entrerà nel merito dell'attività di private equity, soffermandoci sulle operazioni di Turnaround e sul riassetto delle società in crisi, ma prima analizzeremo l'origine di tale fenomeno.

³ M.Carloti; *Tecniche di private equity*. Egea Edizioni; Milano; 2012.

1.2 Cenni Storici: l'origine del Private Equity

Il PE è un fenomeno antichissimo, le prime operazioni possono essere fatte risalire già in epoca romana, con precisione in età repubblicana, si narra che, ai tempi di Giulio Cesare, il console Marco Licinio Crasso investì capitali di rischio in un'impresa di servizi antincendio a Roma, mancando in quei tempi un servizio dei vigili del fuoco pubblico, Crasso sfruttò questa carenza a suo favore, creando una sorta di corpo dei vigili del fuoco privato⁴.

Il fenomeno inizialmente poteva essere definito come una sorta di “scommessa” da parte di un primo soggetto dotato di mezzi finanziari nei confronti di un altro, il secondo soggetto presentava un valido progetto di produzione o scambio di beni o servizi, l'incontro tra i due soggetti si caratterizzava nella condivisione del rischio e nella possibilità di ottenere benefici se l'attività intrapresa fosse andata a buon fine.

1.2.1 Negli Stati Uniti

La letteratura⁵ è concorde ad individuare la vera origine dei fondi di private equity e di venture capital negli Stati Uniti, durante il secondo dopo guerra, con precisione nel 1946 nacque a Boston la prima società di investimento del capitale di rischio, l'*American research and Development Corporation* (ARDC), con fondatori Georges F. Doriot (professore presso la *Harvard Business School*), Karl Compton (presidente del *Massachusetts Institute of Technology*) e Ralph E. Flanders.

Le operazioni principali della ARDC riguardavano investimenti di capitale di rischio in imprese che utilizzavano nuove tecnologie belliche, derivanti dalla seconda guerra mondiale, lo scopo era quello di valorizzare tali imprese e realizzare un profitto di medio/lungo termine a seguito del disinvestimento dalle stesse.

⁴ Jack S. Levin, Donald E. Rocard; *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*; Wolters Kluwer; New York (Stati Uniti); 2016.

⁵ A. Gervasoni & F.L. Sattin; *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento del capitale di rischio*; 5 edizione; Milano; Guerini e Associati; 2009.

Diversi furono gli interventi da parte del legislatore Statunitense che favorirono lo sviluppo del mercato del PE, in particolare bisogna menzionare la creazione della *Small Business Administration* (SBA) autorità tutt'oggi esistente con lo scopo di “aiutare, consigliare, assistere e proteggere, per quanto possibile, gli interessi delle piccole imprese”⁶.

Nel 1958 venne emanato lo *Small Business Investment Act*⁷, con lo scopo di attuare agevolazioni fiscali ed un sistema di investimento congiunto “pubblico-privato” a sostegno delle giovani imprese⁸; la legge introdusse anche il programma “SBIC”⁹ della *Small Business Administration*, tale programma, si caratterizzava per la possibilità di effettuare investimenti di lungo termine con tassi agevolati in imprese ai primi stadi del ciclo imprenditoriale, questa fu una delle principali risorse per la crescita iniziale del mercato del private equity negli Stati Uniti.

Nel 1974 venne emanato sotto la presidenza di Gerald Ford l'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), il quale consentì ai fondi pensione di poter effettuare investimenti ad alto rischio ed alto rendimento, investimenti vietati fino a prima dell'intervento legislativo, tra queste operazioni figurano anche gli investimenti di private equity e di venture capital.¹⁰

Negli anni '70 venne sviluppata una nuova tecnica di acquisizione delle partecipazioni di controllo societario mediante indebitamento, il cosiddetto *Leveraged Buy Out* (LBO). Il periodo successivo vide una massiccia diffusione di tali operazioni, grazie ad una serie di emendamenti, che favorirono gli investimenti, tra questi è opportuno citare il *Tax Act* del 1981, che abbassò l'aliquota sui guadagni da *capital gain* dal 49,5% fino al 20%.

⁶ **Lo U.S. Small Business Act** del 30 luglio 1953, cita testualmente: << *It is the declared policy of the Congress that the Government should aid, counsel, assist, and protect, insofar as is possible, the interests of small-business concerns*>>.

⁷ L'atto prevedeva la creazione di società d'investimento privatamente gestite, a capitale misto pubblico e privato, che assolvono a tre funzioni principali: fornire fondi di finanziamento a lungo termine e capitale di rischio a quelle che sono legalmente riconosciute come piccole imprese, oltre che servizi di consulenza manageriale e finanziaria.

⁸ M. Carlotti, G. Mougenot; *Il private Equity tutto quello che bisogna sapere sul capitale di rischio*, De Vecchi, 2001.

⁹ *Small Business Investment Company*.

¹⁰ C. Demaria; *Introduction to private equity*; Volume 506 di The Wiley Finance Series; John Wiley & Sons; 2010.

Dagli anni Novanta ad oggi, si identifica il periodo di maggior espansione del settore del private equity e del venture capital (soprattutto grazie alla diffusione del settore delle tecnologie informatiche), in conclusione è possibile affermare che gli Stati Uniti si sono affermati come leader mondiali del settore, portando alla ribalta internazionale gli investimenti nel capitale di rischio.

1.2.2 Nell'Unione Europea

Nel continente europeo, i primi sviluppi del mercato del private equity e del venture capital devono collocarsi nel corso dell'800 all'interno del Vecchio Continente, nel Regno Unito, centro focale dei servizi finanziari disponibili all'interno del mercato internazionale.

In realtà furono solo dei casi isolati¹¹, in quanto anche se centro della finanza europea il mercato del Regno Unito si trovava un quarto di secolo indietro rispetto a quello statunitense ed ancora non era possibile parlare di un mercato europeo del PE.

Anno fondamentale in Europa è stato il 1980, quando il Consiglio Europeo sponsorizzò la creazione del *Venture Capital Liaison Office*, ufficio con sede a Bruxelles e scopo di creare un collegamento tra i diversi operatori europei del settore.

Nel 1983 venne istituita l'*European Private Equity and Venture Capital Association*, associazione volta ad aiutare i piccoli imprenditori a reperire capitali di rischio, incrementando in questo modo una crescita sia qualitativa che quantitativa degli operatori europei.

Il mercato del PE europeo, non è stato mai caratterizzato da una costante solidità, ma sempre da un elevato livello di instabilità, sebbene con gli anni il divario con il mercato statunitense sia diminuito notevolmente, il mercato europeo risulta ancora nettamente inferiore, sia perché il settore in America trova la sua principale fonte di raccolta nei fondi pensione, nelle compagnie assicurative e negli investimenti industriali, mentre in Europa

¹¹ Nel 1945 viene fondata la **3i** (*Investing in Industry*) società, ancora oggi esistente, che si occupava di erogare finanziamenti sotto forma sia di capitale di rischio sia di capitale di debito a favore di imprese con buone prospettive di sviluppo.

tale ruolo è svolto essenzialmente dalle banche, sia perché il mercato europeo risulta profondamente frammentato a causa delle azioni competitive nazionali che hanno portato squilibri all'interno del mercato unico. La frammentazione del mercato europeo è dovuta soprattutto al fatto che la maggior parte dei provvedimenti europei sono stati attuati tramite direttive, identificando come limite la coesistenza del regime europeo con i regimi nazionali di recepimento delle stesse¹².

1.2.3 In Italia

In Italia si fa risalire la nascita del mercato del PE al 1986, anno in cui venne fondata, grazie al raggruppamento di nove società finanziarie di emanazione bancaria, l'Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento (**AIFI**)¹³.

Diversi furono gli interventi normativi successivi al 1986, tra i più rilevanti bisogna annoverare una delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) e una circolare della Banca d'Italia, entrambe del 1987, mediante le quali fu permesso agli enti creditizi di compiere operazioni nel mercato del capitale di rischio.

Altra data da ricordare è sicuramente il 1993, anno in cui è stata emanata la legge n. 344¹⁴, la quale introdusse in Italia i fondi chiusi e la stessa attività di private equity, nello stesso anno fu emanato il decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, anche conosciuto come "Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia", che introdusse il modello della "banca universale", elemento che stimolò fortemente lo sviluppo del PE.

¹² Il legislatore europeo ha avviato l'attuazione di un mercato unico dei servizi finanziari Europei attraverso l'approvazione di diversi Regolamenti (v. Regolamento (UE) del Parlamento Europeo e del Consiglio n.345/2013 del 17 aprile 2013), i quali hanno una portata generale e sono direttamente applicabili all'interno degli Stati Membri.

¹³ Oggi conosciuta con il nome Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.

¹⁴ Legge 14 agosto 1993, n. 344, *Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi*.

Nel 1998 venne emanato il “Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”¹⁵, il quale ad oggi rappresenta la principale fonte normativa Italiana in materia di finanza e intermediazione finanziaria, l’obiettivo prefissato dal Ministero del Tesoro era quello di creare una normativa italiana coerente e competitiva con quella dei Paesi dell’Unione Europea, per non creare svantaggi competitivi ai danni delle imprese d’investimento nazionali. Il TUF riformò l’attività d’intermediazione finanziaria, attraverso l’introduzione della società di gestione del risparmio (SGR) come gestore unico del risparmio.

Nel corso degli anni 2000, si è manifestata un’espansione sempre maggiore del fenomeno del PE, dovuta alla nascita di nuovi operatori nella fase di *Early Stage* ed allo sviluppo di nuove tecnologie. Tale espansione è rimasta stabile fino al biennio 2008-2009, periodo culminato da un andamento fortemente negativo¹⁶.

Nonostante le consistenti modifiche legislative apportate all’interno dell’ordinamento italiano negli ultimi anni (es. la riforma delle procedure concorsuali del 2006), il numero degli operatori attivi nelle operazioni di turnaround risulta ancora molto limitato rispetto al contesto finanziario internazionale.

1.3 Definizione e attività di Private Equity

Come lo sviluppo dell’attività di private equity è stata differente tra il continente americano e quello europeo¹⁷, differenti sono le definizioni che il concetto di PE assume nei due continenti.

Nella terminologia americana tale termine viene utilizzato per definire l’attività di private equity nella sua globalità, distinguendo in funzione della tipologia dell’operatore che pone in essere il finanziamento, tra *venture capital* e *buy-out*. Nella prima categoria si

¹⁵ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n.58; noto più semplicemente come **Testo Unico della Finanza** (TUF).

¹⁶ Banca d’Italia; *Il private equity in Italia*; Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers, Numero 41; Febbraio 2009.

¹⁷ Vedi paragrafo 1.2

identificano due specifiche tipologie di investimento: l'*Early Stage Financing*¹⁸ e l'*Expansion financing*¹⁹. Mentre troviamo diversi modelli di *buy-out*, che verranno analizzati nei paragrafi successivi.

Per quanto riguarda l'Europa, il termine *venture capital* veniva utilizzato per individuare quelle forme di finanziamento nei confronti delle imprese appena avviate, mentre il termine *private equity* veniva abbinato alle operazioni poste in essere per sviluppare attività esistenti o risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa.

Ad oggi grazie ad un fenomeno di uniformazione, anche in Europa (ed in Italia) si è aderito alla definizione statunitense.

L'**AIFI** (Associazione Italiana di Private Equity e Venture Capital) ha definito il PE come “quell'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”²⁰.

Operazioni di *private equity* possono essere definite tutti gli interventi di natura finanziaria mediante i quali un investitore istituzionale, specializzato nella valutazione delle idee e delle prospettive di mercato, rileva quote (si parla di partecipazioni azionarie o strumenti finanziari convertibili in partecipazioni azionarie) di una società non quotata, definita società *target*, sia attraverso l'acquisizione di azioni già esistenti e presenti presso terzi, sia sottoscrivendo azioni di nuova emissione, apportando in questo modo nuovi capitali all'interno della società *target*.

L'imprenditore titolare della società *target* presenta un progetto d'investimento potenzialmente profittevole, sono quasi sempre imprese ad alto potenziale nel mercato in cui agiscono, necessitando delle risorse finanziarie per poterlo intraprendere.

Il finanziamento del progetto è strettamente collegato al superamento del conflitto di interesse, che viene ad instaurarsi tra il *principal* (investitore-finanziatore) e l'*agent*

¹⁸ Con *Early Stage Financing* si intendono i finanziamenti volti ad agevolare imprese ai primi stadi di vita.

¹⁹ Con l'espressione *Expansion financing* si identificano quella serie di interventi finanziari volti ad aiutare imprese già esistenti, le quali necessitano di capitali al fine di consolidare o velocizzare la crescita nel mercato.

²⁰ Delibera del Consiglio Direttivo di AIFI del 22 luglio 2004.

(rappresentato dall'imprenditore)²¹.

Tale conflitto è determinato dalla presenza di asimmetrie informative, sia in termini di informazioni private che da comportamenti non osservabili o verificabili da parte dell'*agent*, la presenza di tali asimmetrie informative ed il costo relativo alla valutazione e al controllo dei progetti di investimento giustifica l'esistenza e l'attività degli intermediari finanziari nel sistema economico. La teoria ha cercato di individuare una serie di soluzioni, capaci di limitare (in alcuni casi di eliminare del tutto) tale conflitto d'interesse, tra queste possiamo annoverare: l'attivazione di procedure di *screening* e valutazione dei progetti da parte del potenziale finanziatore; la sottoscrizione di contratti incentivanti l'*agent* a tenere un comportamento virtuoso e corretto; l'allocazione dei diritti di intervento e dei flussi finanziari; i controlli costanti del finanziamento, dalla fase d'esecuzione a quella di completamento del progetto.

Come già anticipato le operazioni di PE rappresentano un'attività ad elevato rischio per l'investitore stesso, il quale prima di compiere il finanziamento pone in essere una serie di valutazioni del progetto per calcolare la profittabilità²² o meno del proprio investimento, favorendo aziende che sono considerate ad alto tasso di sviluppo, massimizzando così la redditività al momento del disinvestimento.

Il soggetto che investe non vedrà l'immediata remunerazione del capitale, motivo per cui la valutazione deve essere effettuata in un arco temporale medio-lungo, a differenza di quanto accade per i soggetti che forniscono capitale di debito (istituti bancari), in cui i rischi si presentano come medio-bassi.

L'investitore istituzionale conferisce denaro direttamente nel capitale d'impresa attraverso un processo di negoziazione, i contratti specificano nel dettaglio sia l'allocazione delle risorse finanziarie sia le modalità d'intervento esterno da parte dell'investitore, quest'ultimo apporta all'interno dell'impresa le proprie esperienze e

²¹ G. Di Giorgio & M. Di Odoardo; *Venture Capital e Private Equity in Italia*; Working Papers n.3, Marzo 2008; Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro.

²² L'attività di *screening* dei progetti da finanziare condotta da parte delle società di venture capital e di private equity, viene condotta osservando sia la qualità e l'adeguatezza del *management* aziendale, ma anche valutando le caratteristiche intrinseche al progetto stesso, valutando: il mercato, le strategie e le tecnologie da impegnare ed infine i tipo di reazione da parte dei *competitors*.

competenze professionali e gli è affidato un controllo stretto sulla gestione dell'impresa, attraverso l'assegnazione di quote di partecipazioni rilevanti (da 20-30% fino alla possibilità di detenere una quota maggioritaria), molto spesso richiedono di far parte del consiglio di amministrazione della stessa impresa per poter monitorare il più attentamente possibile l'elevato rischio da gestire.

I Flussi finanziari e i diritti d'intervento nella gestione saranno condizionati dall'andamento del progetto, in caso di performance negativa è di regola previsto che la società di private equity o venture capital acquisisca il pieno controllo del progetto, mentre nel caso di risultati positivi viene conservato da parte dell'imprenditore o del *management* maggiore libertà di scelta. L'alto rischio, che si evince soprattutto nel caso degli investimenti di *Early Stage* o *Start-up*, viene giustificato dall'elevato tasso di remunerazione in caso di risultati positivi del progetto.

La durata degli investimenti e la loro illiquidità rappresenta un altro elemento dal quale è possibile evincere il rischio di tali manovre.

Il fondo solitamente ha una vita predefinita tra i 5 e i 30 anni, sul mercato la media è di 10-12 anni, è possibile distinguere una prima fase di *fundraising* della durata di circa 48 mesi, un secondo momento definito *investment period*, che può variare tra i 5 ai 6 anni ed una fase conclusiva *divestment period*, anche questa variabile tra i 5 e 10 anni. Tale classificazione non è tassativa e potrà variare nel corso dell'operazione, potendosi sovrapporsi diverse fasi tra di loro.

Le modalità d'investimento variano da progetto a progetto, da azienda ad azienda, ma soprattutto in base al momento di sviluppo dell'azienda nel periodo in cui viene richiesto l'investimento.

1.4 Le Operazioni di PE nei diversi stadi del ciclo di vita delle imprese

L'azienda può essere definita come un'unità economica autonoma e aperta, un sistema dinamico e complesso in continuo movimento, con scopo principale il raggiungimento

dell'equilibrio, attraverso una continua auto-analisi degli obiettivi che l'imprenditore si è prefigurato di raggiungere e l'armonizzazione degli interessi del sistema ambientale in cui si muove. Nel corso della sua esistenza l'azienda può perdere lo stato di equilibrio ed attraversare in questo modo una crisi, più o meno durevole, alla quale possono seguire una serie d'interventi differenti da parte del titolare per supplire allo *status* di crisi e ripristinare l'attività d'impresa.

Le diverse necessità finanziarie di un'azienda in relazione al suo stadio di sviluppo possono essere distinte in quattro momenti differenti: una fase iniziale (*Start up o Early stage*), una seconda fase di crescita (*Expansion Financing Stage o Development capital*), una fase di gestione degli acquisti e del *management (Management Buy-out/ Buy-in)* ed infine una fase in cui l'azienda si accolla dei costi di sostituzione attraverso l'incremento del capitale (Turnaround).

- ***Early Stage Financing o Finanziamento dell'Avvio***: è la fase iniziale in cui l'azienda è appena nata e si trova in una situazione di potenziale sviluppo, spesso ad essere finanziata è l'idea imprenditoriale (*business idea*), quando il prodotto in realtà non è ancora esistente. Il rischio per l'investitore risulta molto elevato, inizialmente i ricavi sono minimi o quasi del tutto inesistenti, mentre l'azienda presenta la necessità di raggiungere il pareggio del bilancio per evitare eventuali perdite. L'operatore finanziario investe ripartendo in "*tranche*" il proprio investimento, monitorando costantemente la crescita dell'azienda nel tempo prima di concedere nuovi fondi o investimenti, gli operatori sono altamente specializzati nel settore industriale in questione e le loro scelte sono improntate sulla razionalità. La possibilità di insuccesso è elevata, ma sarà anche elevata la remunerazione in caso di risultati positivi, con l'evolversi del ciclo di vita il tasso di rischio si riduce gradualmente.
- ***Expansion Financing Stage***: rappresenta la seconda fase nella quale l'azienda si trova in una posizione particolare avendo superato la fase del *break-even*²³, essa

²³ L'azienda riesce a coprire tutti i costi con i ricavi, riuscendo a trovare un proprio equilibrio.

necessità dell'incremento di nuove risorse per lo sviluppo sul mercato ²⁴. Figura focale viene assunta da parte dell'investitore che, tipicamente, fornisce nuove risorse finanziarie attraverso l'acquisizione di una partecipazione di minoranza, andando in questo modo ad incrementare il capitale societario ed andando a supportare l'attività dell'imprenditore. Il rischio dell'investitore risulta minore, essendo presente uno storico sul mercato del prodotto o servizio, quindi l'investitore può anticipatamente raccogliere le informazioni relative al modo con cui l'impresa si affaccia nel mercato.²⁵

- ***Replacement Capital e Buy-outs***: nel corso della terza fase, l'azienda si trova in una situazione stabile in cui genera flussi di cassa positivi, detenendo una posizione competitiva all'interno del proprio settore, riuscendo, nel migliore dei casi, a conseguire un'elevata redditività. Il cambiamento, e lo stesso finanziamento, risulta indipendente rispetto allo stadio di sviluppo dell'azienda, il cambiamento è spesso provocato dal volere di uno o più azionisti della società, per questo si parla di *replacement capital*²⁶. In caso di modifica, totale o parziale, della proprietà il ruolo dell'investitore è quello di supportare finanziariamente il cambiamento, attraverso l'acquisizione di una quota di maggioranza dell'azienda *target*, tale tipo di attività rientra all'interno della macro categoria *buyout*.

L'imprenditore avrà il ruolo di definire l'indirizzo strategico, monitorare e valutare i risultati; mentre la gestione dell'attività dell'impresa è assegnata ad un *management team*.

All'interno della categoria dei *buy-outs* possono evincersi scenari differenti:

²⁴ L'imprenditore può ricercare tali risorse con modalità differenti, come il finanziamento del capitale circolante, le acquisizioni, l'incremento della capacità produttiva o l'ingresso all'interno di nuovi mercati. Il rischio per l'imprenditore risulta sempre elevato, ma allo stesso modo più contenuto rispetto a quello sofferto nella fase di investimenti in *Start-up*.

²⁵ Per definire tale tipo di attività si utilizza l'espressione *due diligence*, la ***due diligence*** si concretizza come quell'insieme di valutazioni, ricerche, approfondimenti e attività effettuate, da parte dell'investitore o da parte di consulenti esterni, al momento dell'acquisizione o del finanziamento di un'azienda o di un ramo di essa. Il fine dell'attività è quella di valutare la profittabilità dell'affare, andando a valutare tutti i rischi e i problemi connessi a quest'ultimo.

²⁶ Ristrutturazione dell'azienda attraverso la sostituzione di uno o più soci non più coinvolti nell'attività. Tramite questa pratica chi tra i soci non è interessato a strategie volte sul lungo periodo ha l'opportunità di uscire dalla società.

- il *Management Buy-out* (MBO), situazione che consiste in un'operazione di acquisizione dell'azienda da parte di un gruppo di manager interni alla stessa azienda che assumono la figura di *manager-imprenditori*, il gruppo viene affiancato da parte di un *financial sponsor*, che tradizionalmente vengono rappresentati da parte di un fondo di private equity, il quale fornisce la maggior parte delle risorse finanziarie per l'operazione.
- Il *Management Buy-in* (MBI), in tale operazione di investimento l'azienda è acquisita in gran parte da un gruppo di *manager* che assumono la figura di *manager-imprenditori*, questi sono esterni all'azionariato della società (a differenza di quanto succede nel MBO), altresì nel MBI il *management team* viene affiancato da un *financial sponsor*, rappresentato, la maggior parte delle volte, da parte di un fondo di private equity.
- Il *Buy-In Management Buy-Out* (BIMBO), rappresenta una incorporazione delle due operazioni sopra citate, per questo prevede che il *management team* sia composto da parte di soggetti che facevano parte della direzione pre-acquisizione e da nuovi gestori nominati da parte dell'investitore. Questa può essere definita una delle operazioni di *buy-outs* più frequenti, in quanto consente di ottenere i vantaggi di entrambe le operazioni da cui è composta; ma allo stesso modo potrebbe far nascere problematiche per la convivenza dei due gruppi differenti che compongono il *management team*.
- L'*Employee Buy-Out* o *Workers Buy-Out* (EBO o WBO), saranno gli stessi lavoratori della società ad intervenire nella gestione dell'impresa, attraverso un *Employees Stock Option Plan*, con la possibilità di poter partecipare al consiglio di amministrazione della società.
- Il *Family Buy-Out* (FBO), si verifica quando il soggetto che assumerà il controllo dell'impresa è uno dei membri della famiglia che precedentemente deteneva la proprietà dell'impresa.

Se nel corso delle operazioni di MBO/MBI si fa utilizzo di una forte leva finanziaria e l'acquisizione viene effettuata da una nuova società-veicolo (che prende il nome di *NewCo*) appositamente costituita, si parla di *Leveraged Buy-*

*Out*²⁷.

- **Late Stage Capital:** L'ultima e quarta fase è rappresentata dalle operazioni di Turnaround ed è caratterizzata da diversi tipi d'interventi volti al recupero del valore della società, l'azienda attraversa una fase di difficoltà dovuta a cause operative, finanziarie o manageriali. Il *management* è chiamato ad attivare un severo piano di ristrutturazione per ridurre quanto più possibile i costi operativi, rilanciare i ricavi ed ottimizzare il livello del capitale investito. L'investitore, come figura professionale, interviene direttamente nella gestione operativa, apportando nuove risorse finanziarie in aumento di capitale, valutando le cause della crisi dell'impresa, formulando un piano di ristrutturazione e rinegoziando il debito. L'obiettivo è quello di far recuperare all'impresa la posizione competitiva sul mercato e uscire dallo *status* di crisi.

All'interno di questa categoria possono essere distinti due tipi di interventi:

- gli interventi di ristrutturazione stragiudiziali, che riguardano una fase di crisi asserita della società, la quale verte già in stato di illiquidità e/o insolvenza.
- Gli interventi di turnaround, utilizzati nei confronti di imprese che presentano un calo di profitti, ma non vertono ancora in uno *status* irreversibile di crisi. Il

²⁷ Borsa Italiana; *Leveraged Buy-Out, L'acquisizione attraverso debito*; in SOTTO LA LENTE; 25 luglio 2008; www.borsaitaliana.it.

Leveraged buy-out (LBO) significa acquisizione attraverso debito. Tale procedura consiste in una complessa serie di operazioni finanziarie volte all'acquisto di una società, nel particolare quando a promuovere le offerte di acquisto tipo sono le **società di private equity**. Il *leveraged buy-out* prevede la creazione di una società veicolo (**newco**) nella quale affluiscono le risorse finanziarie dell'offerente: *equity* (capitale) ed indebitamento (*leveraged*).

Nella fase successiva la *newco* conferisce gli *assets* nella società target e quindi riceve partecipazioni della stessa (evento meno frequente) oppure può procedere ad una fusione per incorporazione con la società target (evento più frequente) risultando in genere la società incorporata. Il debito contratto viene poi ripagato o con i flussi di cassa generati dalla società acquisita o vendendo rami dell'azienda o *assets* non strategici. Una condizione essenziale è che la **società target** sia caratterizzata da un basso grado di leva finanziaria e da un'alta capacità di produrre *cash flow*, proprio perché la nuova società, nata appunto dall'incorporazione dovrà essere in grado di ripagare i debiti oggetto dell'acquisizione.

Fino al 2003 il *leveraged buy-out* non era consentito in base all'articolo 2358 del codice civile che proibiva di accordare prestiti o concedere finanziamenti per l'acquisto di proprie azioni. La riforma del diritto societario ha permesso di superare i dubbi di legittimità. La riforma però impone alcuni importanti adempimenti. Gli amministratori delle società interessate all'operazione dovranno predisporre **un piano economico e finanziario accompagnato da una relazione di esperti che ne attesti la ragionevolezza**.

capitale di rischio investito all'interno di un *turnaround fund* ha l'obiettivo di far "rinascere" e ristrutturare l'azienda, ricreando il valore perduto con il dissesto.

Si rimanda alla seconda parte dell'elaborato per l'analisi di tale operazioni.

Volendo andare oltre la classificazione fin ora enunciata, la quale per quanto corretta e valida può sembrare "troppo rigida" per un'attività varia come quella dell'investimento nel capitale di rischio, che mal si accosta a suddivisioni poco flessibili, la letteratura²⁸ è favorevole ad individuare una classificazione basata prettamente sull'esigenze strategiche dell'impresa e sugli obiettivi che l'investitore si pone.

La ripartizione prevede tre tipi di finanziamenti, a seconda delle esigenze della società:

- Finanziamento dell'avvio
- Finanziamento dello sviluppo
- Finanziamento del cambiamento

Tale suddivisione è necessaria per poter comprendere la differenza che viene fatta tra venture capital e private equity, termini che spesso vengono confusi tra di loro.

L'attività di venture capital²⁹ si riconduce alla prima categoria di finanziamento dell'avvio, quindi nelle prime fasi di vita della società, identificandolo come una vera e propria declinazione del private equity³⁰.

Non tutta la letteratura è concorde nel definire il venture capital un'attività facente parte della macro-categoria del private equity, per alcuni studiosi³¹ questa deve essere identificata come una tecnica di investimento autonoma, definendola come quella forma di investimento che si occupa esclusivamente dell'esigenze dell'impresa nella fase d'avvio, mentre il private equity si andrebbe ad occupare di tutte le esigenze dell'impresa nelle fasi successive a quella di avvio.

Altro termine che spesso erroneamente viene utilizzato come sinonimo del private equity

²⁸ A. Gervasoni & F.L. Sattin; *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento del capitale di rischio*; 5 edizione; Milano; Guerini e Associati; 2009.

²⁹ Letteralmente può essere tradotto come "capitale di ventura"

³⁰ A. Gervasoni & F.L. Sattin; *op. cit.*

³¹ S. Caselli; *Private Equity and Venture Capital in Europe; Markets, Techniques and Deals*; 1st Edition; Academic Press; 2009.

è quello dell'*Hedge fund*, con tale terminologia si intende identificare un fondo d'investimento speculativo che solitamente si occupa di strumenti finanziari quotati, a differenza dei fondi di private equity che si occupano di strumenti finanziari non quotati. Questo, inoltre, presenta un termine per l'investimento relativamente breve rispetto alla durata media di un fondo di PE ed infine viene data possibilità agli investitori di poter richiedere un rimborso della propria quota in qualsiasi momento o nel corso di intervalli prestabiliti, operazione che non può essere effettuata nel private equity.

Con il tempo la differenza tra i due fondi sta diventando sempre meno marcata, grazie ad una evoluzione dei fondi di *hedge funds*, che si avvicina sempre di più all'attività di private equity, ed infine è necessario ricordare che i due fondi sono soggetti alla medesima regolamentazione.

1.4.1 Il finanziamento dell'avvio

Siffatta fase è caratterizzata dalla copertura finanziaria che va dalla nascita della *business idea* dell'imprenditore fino a ricoprire tutte quelle attività che caratterizzano l'origine dell'azienda.

L'impresa ovviamente non si crea da un giorno all'altro, dall'idea alla realizzazione il percorso è in salita, lungo e difficoltoso, durante queste operazioni ruolo centrale viene assunto da parte degli investitori istituzionali, che partecipano (in modo più o meno marcato) alla valutazione delle attitudini imprenditoriali, alla definizione dell'idea imprenditoriale, all'analisi del mercato e del prodotto, all'organizzazione dell'azienda ed alla realizzazione del piano d'impresa.

Il primo *step* che l'imprenditore deve affrontare, prima della commercializzazione del prodotto o del servizio e prima ancora di aver ottenuto i primi successi e ricavi, è un'attività di ricerca, che necessita di investimenti spesso anche molto onerosi.

La ricerca deve riguardare la fattibilità di rendere concreta la propria *business idea*, valutando i bisogni e le esigenze del consumatore, calcolando il rischio dell'intraprendere una nuova attività imprenditoriale comparandolo alla concorrenza da parte dei

competitors. Ciò che occorre al neo-imprenditore non sono solo nuovi apporti di capitale ma anche competenze di tipo manageriali, *know-how* e relazioni interpersonali; l'imprenditore quindi non cerca un semplice finanziatore ma una sorta di "guida" che possa aiutarlo e dirigerlo nella sua nuova attività.

Passo fondamentale è la creazione del *business plan* (o "progetto di impresa"), codesto documento consente di verificare la reale fattibilità dell'iniziativa, esso costituisce una "guida operativa" per i primi periodi di gestione d'impresa, una sorta di "biglietto da visita" per i finanziatori che hanno la possibilità di valutare il grado di convenienza e di rischio dell'iniziativa e quindi se l'idea dell'imprenditore sia fruttabile o meno³².

Il *business plan* deve essere redatto in modo che l'idea sia resa quanto più allettante possibile, per riuscire ad ottenere quanti più finanziatori possibili, l'apporto dell'imprenditore in questa fase riguarda soprattutto idee, conoscenze, la sua credibilità e la sua professionalità. Nel caso in cui l'investitore sia interessato al progetto finanzia la proposta dell'imprenditore, apportando sia le proprie competenze tecniche che il capitale iniziale (capitale che risulta inferiore rispetto ad operazione che possono essere effettuate nei confronti di aziende già operanti all'interno del mercato).

Oltre gli investitori istituzionali, che risultano essere qualitativamente e quantitativamente i soggetti maggiormente adeguati a tale forma di finanziamento, un'altra categoria che può affiancare gli investitori di *venture capital* sono i *business angel*, questi come gli investitori professionali apportano capitali e competenze tecniche alla *neo* impresa, ma a differenza di quest'ultimi impiegano capitali del proprio patrimonio personale.

Il rischio per l'investitore all'interno delle operazioni di *early stage financing* è molto elevato, infatti queste rappresentano le operazioni con il maggior tasso di insuccesso in virtù della maggior probabilità di fallimento dell'impresa³³, gli operatori tendono spesso ad acquisire quote di maggioranza dell'impresa in modo da ottenere una maggior

³² L'analisi della profittabilità del settore viene effettuata attraverso il modello delle cinque forze competitive di Porter, elaborando un'analisi del potere contrattuale dei fornitori e dei clienti, della minaccia di potenziali entranti, della concorrenza all'interno del settore e della minaccia di prodotti sostitutivi; a queste si aggiungono altre due valutazioni: il grado di integrazione con le imprese complementari rispetto alla domanda finale e l'intensità e il segno d'intervento da parte degli *stakeholder* esterni.

³³ Vedi paragrafo 1.4

possibilità di gestione del proprio investimento, condizione che spesso risulta obbligatoria per l'imprenditore che nel caso rifiutasse la partecipazione dei finanziatori, si troverebbe nell'indisponibilità delle risorse necessaria per avviare la propria attività.

Possiamo distinguere l'attività di finanziamento dell'avvio in tre momenti differenti.

Il primo momento si definisce *seed financing*, esso riguarda il finanziamento della sola *business idea*, quando appunto non esiste ancora il prodotto o il servizio ma solo "un'ideazione" dello stesso. In questo caso non possiamo parlare di un vero e proprio imprenditore, ma preferibilmente di un inventore, che ha il volere di rendere concreta una propria idea.

Gli investitori che intervengo durante questa fase sono soggetti altamente qualificati e specializzati nel settore in questione, essendo molto elevato il rischio di insuccesso.

Quando la fase di sperimentazione è terminata ed il prodotto possiede una propria configurazione, si parla di *start up financing*, fase in cui l'imprenditore necessita ancora di un apporto finanziario e di un bagaglio tecnico da parte dell'investitore per avviare la propria attività, ma il prodotto/servizio è già esistente, sono già state effettuate le prime ricerche di mercato e i primi test di prodotto. Le incognite per l'investitore sono ancora presenti ma sono sicuramente minori rispetto alla fase della *seed financing*.

Infine l'ultimo momento da prendere in considerazione è il *first stage financing*, fase in cui l'imprenditore ricerca capitali per finanziare la propria attività, che fino a quel momento si è sviluppata ma solo in una forma particolarmente modesta. In questo stadio risultano messe in secondo piano le conoscenze tecniche da parte dell'investitore, avendo l'azienda già un primo assetto manageriale, rispetto al contributo finanziario e alle conoscenze del mercato di sbocco dell'impresa.

1.4.2 Il finanziamento dello sviluppo

Dopo aver illustrato come funzionano i finanziamenti che avvengono durante la fase d'avvio di un'impresa, è necessario focalizzarsi sulle operazioni di investimento che avvengono durante la fase di sviluppo di un'azienda, in questo caso ci troviamo di fronte ad imprese

che hanno raggiunto già una prima stabilità all'interno del mercato ma intendono espandersi e crescere.

Possono essere effettuate strategie differenti, l'impresa potrà puntare ad uno sviluppo per via esterne o ad uno per canali interni, per sviluppo esterno si intendo tutte quelle operazioni di acquisizioni d'azienda o rami d'azienda, mentre parliamo di sviluppo per vie interne quando l'imprenditore punta alla diversificazione e all'aumento delle proprie capacità produttive. Un'altra strategia che può verificarsi è quella dell'ampliamento del proprio *business* con altre realtà imprenditoriali (ad esempio attraverso fusioni d'impresе o creazioni di *joint venture*).

A seconda della strategia scelta dall'imprenditore, diverso sarà il ruolo ricoperto dall'investitore, ad esempio nel caso delle vie esterne il suo ruolo risulta fondamentale, in quanto in molti casi quest'ultimo potrà apportare conoscenze di reti di contatti e di *network* internazionali, che si tradurranno in possibilità di crescita per il *business* aziendale. In queste relazioni risultano adatti operatori che presentano una consolidata esperienza internazionale ed una fitta rete di conoscenze, sia di differenti realtà economiche sia di differenti settori produttivi. Grazie alla presenza dell'operatore, l'imprenditore sarà in grado di individuare i *partner* migliori³⁴.

Quando parliamo di sviluppo attraverso canali interni il contributo principale dell'investitore sarà l'apporto di risorse finanziarie, oltre la possibilità di cooperazione attraverso un'attività di consulenza, l'imprenditore così punterà alla diversificazione del proprio *business*, la quale potrà avvenire sia a livello merceologiche che a livello geografico, nel primo caso il rischio sarà maggiore essendo settori inesplorati da parte dell'imprenditore stesso.

Da un punto di vista prettamente finanziario, l'obiettivo dello sviluppo può essere legato a differenti elementi, come la possibilità di attrarre investimenti alle condizioni maggiormente favorevoli ed utilizzare servizi a vantaggio di tutte le imprese coinvolte, per riuscire ad affrontare la quotazione in Borsa.

³⁴ www.aifi.it

Sarebbe errato pensare che il contributo da parte dell'investitore sia solo finanziario, questo apporterà le sue competenze in campo analitico-finanziario per far sì che la quotazione vada a buon fine.

Le differenze principali dei finanziamenti dello sviluppo rispetto a quelli dell'avvio riguardano principalmente l'analisi preliminare e la valutazione del progetto, l'analisi si sposta anche sulla storicità dell'azienda e di come questa abbia reagito ai diversi cambiamenti. Tale forma di valutazione viene definita con il termine *due diligence*, essa si è ormai consolidata come passaggio fondamentale nelle operazioni d'affari più complesse, l'espressione si riferisce all'attività di investigazione e di approfondimento di dati ed informazioni relative all'oggetto della trattativa e se ci sia una convenienza da parte dell'investitore a stipulare o meno il contratto di finanziamento. L'investitore non andrà mai a concludere l'operazione se dopo una prima analisi questa non si dimostra come profittevole.

La letteratura³⁵ tende ad individuare un criterio cronologico per distinguere quattro tipologie di *due diligence*: la *due diligence* “meramente interna”, la quale viene condotta da parte del potenziale investitore ancor prima che la trattativa sia stata intrapresa, solitamente viene utilizzata per individuare un “buon affare”; la vera e propria *due diligence* precontrattuale, in genere posta in essere da parte del potenziale acquirente o da parte di un soggetto terzo da lui delegato (il cosiddetto *advisor*), essa si focalizza sui profili principali dell'oggetto della contrattazione; la *due diligence* cd. post-stipula e pre-*closing*, esperita anch'essa nel corso di un processo di negoziazione non ancora terminato, ma presenta a differenza di quella precontrattuale una struttura giuridica del contratto in stadio più avanzato; infine troviamo la *due diligence* post-*closing*, orientata a consentire all'investitore una più completa ed approfondita conoscenza del bene oggetto d'acquisto, oltre a predisporre una verifica della rispondenza di certi dati o fatti a quanto garantito dal venditore e, se del caso, strumentale al ricorso ad eventuali meccanismi di indennizzo o risarcimento, pattuiti in sede contrattuale.

³⁵ Laura M. Franciosi; *Trattative e due diligence, tra culpa in contrahendo e contratto*; Quaderni di responsabilità civile e previdenza n.17; Giuffrè Editore; 2009.

Avendo sintetizzato il ruolo della *due diligence* in generale, dobbiamo approfondire gli aspetti di questa nel caso di finanziamenti dello sviluppo, nel nostro caso andrà ad esaminare una realtà imprenditoriale che non si trova ad uno *status* embrionale (a differenza di ciò che accade all'interno della *early stage financing*) ma ad uno di stabilità già affermato. Essa non dovrà trascurare nessun aspetto, soffermandosi sia sul *business* che sui profili legali, deve essere svolta un'analisi di valutazione complessiva del valore dell'impresa, delle scritture contabili e sulle condizioni generali economiche, patrimoniali e societarie dell'azienda.

Gli investitori in questa fase rientrano all'interno della categoria di private equity, tuttavia come abbiamo affermato in precedenza è sbagliato focalizzarci su una classificazione troppo rigida, pertanto potrebbero anche manifestarsi momenti di convivenza e sovrapposizione tra private equity e venture capital, ciò dipenderà sempre dallo stato di sviluppo dell'impresa e dalle necessità di quest'ultima.

Sicuramente le competenze tecniche richieste da parte dell'investitore sono inferiori rispetto a quanto previsto nella fase di *early stage financing*, in cui le conoscenze del settore del prodotto o del servizio sono fondamentali rispetto al finanziamento di entità che sono già esistenti ed economicamente funzionanti all'interno del mercato.

1.4.3 Il finanziamento del cambiamento

L'ultima forma d'intervento da parte degli investitori si identifica nei finanziamenti nel capitale di rischio effettuati per il cambiamento all'interno dell'azienda, quando per i più disparati motivi c'è la necessità di modificare l'assetto proprietario dell'impresa.

In questa circostanza parliamo senza nessun dubbio di interventi di private equity e non c'è il rischio di nessun tipo di sovrapposizione con gli interventi di venture capital, l'investitore professionale si troverà a valutare, attraverso la *due diligence*, una situazione aziendale più che stabile rispetto ai due tipi di finanziamenti sopra menzionati.

Le motivazioni che possono spingere un'impresa più o meno matura a modificare il proprio assetto possono essere le più disparate, come eventi negativi o situazioni di stallo risolvibili.

Uno dei casi più frequenti è individuato nella volontà da parte di uno o più soci di voler uscire dall'azionariato della società, cedendo le proprie quote o azioni, e nella necessità da parte dei soci rimanenti di effettuare un rinnovamento sociale. Nella fattispecie ora menzionata si parla di *Replacement Capital*³⁶, dove la sostituzione di soci di minoranza non comporta un grande turbamento nell'assetto aziendale; spesso tale situazione si manifesta nei casi di ricambi generazionali, qualora la modifica dell'assetto proprietario non sia accettata da parte della totalità dei soci rimanenti, viene data possibilità a questi ultimi di uscire dalla società se non hanno intenzione di perseguire una strategia di lungo termine con il nuovo assetto societario.

Una situazione differente si rileva nel caso di modifica radicale della proprietà, anche essa può dipendere dai più svariati motivi, ad esempio da un insuccesso dei nuovi successori o dalla volontà di privatizzare un'impresa pubblica da parte della pubblica amministrazione.

Nel contesto generale dei finanziamenti del cambiamento il compito dell'investitore istituzionale è quello di sostenere il costo economico del cambiamento dell'assetto proprietario, supportando il nuovo gruppo imprenditoriale nell'attività ceduta.

Definendo il profilo tecnico di tali operazioni possiamo farle rientrare all'interno della macro-categoria dei *buy-outs* (di cui abbiamo parlato nei paragrafi precedenti³⁷), in questa sede specificheremo un tipo particolare di queste operazioni definita *Reverse Leveraged Buy-out*, essa consiste nel *delisting*³⁸, attraverso il lancio di un'OPA³⁹ da parte

³⁶ Vedi paragrafo 1.4

³⁷ Vedi paragrafo 1.4

³⁸ Cancellazione di un titolo azionario dal listino di Borsa a causa della mancanza dei requisiti minimi richiesti per la quotazione.

³⁹ Borsa Italiana; *Cos'è un'OPA?*; in SOTTO LALENTE; 24 febbraio 2006; <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>:

“Per **Offerta Pubblica di Acquisto** si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio”.

dell'investitore istituzionale dell'impresa quotata per poi prepararla ad una successiva cessione. Tale situazione si verifica quando l'azienda non è stata apprezzata all'interno del mercato ed il rinnovamento viene posto in essere per riportarla nuovamente all'interno di quest'ultimo.

In ultimo, il cambiamento potrebbe dipendere anche da una situazione più o meno grave di crisi in cui verte l'azienda, dove la modifica dell'assetto manageriale della società sembra essere l'unica soluzione possibile, in questo caso possiamo parlare di *turnaround financing*, che basa il proseguimento dell'attività d'impresa attraverso operatori economici specializzati che hanno come obiettivo riacquistare il valore della società ed evitare il fallimento della medesima. Sulle operazioni di turnaround ci soffermeremo nel capitolo successivo, prima risulta necessario concludere il discorso relativo ai fondi di private equity.

1.5 Il *fund raising*

Delineata la struttura tipica del fondo di PE, procediamo all'analisi dell'attività di *fund raising*, ovvero il reperimento da parte dell'investitore istituzionale dei fondi necessari per compiere le operazioni finanziarie.

In *primis* l'investitore deve definire una strategia di *fund raising*, un processo di raccolta che non si basi su di un progetto valido è destinato al fallimento, questo richiede preparazione e pianificazione anticipata, deve essere completata entro un periodo di tempo ragionevole dalla prima chiusura del fondo.

Tale attività è strettamente collegata alle competenze ed al *background* (in termini di reputazione, esperienza e rinomanza) che l'investitore ha maturato nel tempo attraverso operazioni precedenti. L'esperienza maturata, connessa alla dimensione del fondo, alle competenze dell'investitore ed alla sua forza negoziale, concederanno un vantaggio competitivo all'interno del mercato.

Al momento in cui viene definita la strategia, il soggetto dovrà decidere se servirsi o meno di un *network* di *advisors* locali per la raccolta dei capitali, siffatta scelta potrà dipendere

sia dalla dimensione del fondo ma anche dalla capacità del *management* di relazionarsi con gli investitori istituzionali⁴⁰.

Dopo aver delineato la strategia da utilizzare, inizia il processo di raccolta vero e proprio, che può perdurare anche più di un anno.

L'EVCA⁴¹ (European Private Equity & Venture Capital Association) ha realizzato una suddivisione del processo di *fund raising* in sette fasi:

- 1 identificazione del mercato *target*;
- 2 *pre-marketing*;
- 3 strutturazione del fondo;
- 4 preparazione e distribuzione del materiale di *marketing*;
- 5 incontri con i potenziali investitori;
- 6 preparazione della documentazione legale;
- 7 chiusura.

All'interno della prima fase, l'operatore ha il compito di individuare quali siano i mercati più appetibili per la sua raccolta. Nel caso in cui l'operatore voglia rivolgersi ad investitori internazionali è necessario che questo abbia già stima ed un raffronto positivo all'interno del mercato nazionale, gli investitori stranieri tendono a diffidare dai soggetti che non abbiano un buon riscontro tra i soggetti operanti nello stesso mercato.

La fase successiva viene definita *pre-marketing*, all'interno di questa vengono individuati i primi investitori a cui rivolgersi per poter attrarne altri di dimensioni maggiori rispetto ai primi. Spesso durante questo processo si ricorre ai cosiddetti *gatekeepers*, tali soggetti possono essere definiti dei consulenti esperiti nel settore, competenti nella gestione dei portafogli di fondi, sono manager di grandi investitori istituzionali e rappresentano a loro volta un alto numero di investitori.

⁴⁰ Può risultare utile legarsi a degli *advisors* che riusciranno ad accedere con più facilità a determinati capitali od ai giusti contatti nelle istituzioni.

⁴¹ EVCA; *Fund Raising and Investor Relations*; Pubblicazione interna; Zaventem; 1995.

Per i piccoli fondi chiusi rivolgersi ai *gatekeepers* è l'unica soluzione per poter accedere a mercati geograficamente lontani dal proprio, in quanto la loro partecipazione rappresenta una garanzia per gli altri potenziali investitori.

Per riuscire ad ottenere la fiducia dei potenziali investitori, l'operatore dovrà strutturare nel dettaglio il proprio fondo, dal punto di vista legale, fiscale e tecnico; per questo motivo l'operatore dovrà rivolgersi ad un *team* di tecnici.

L'operazione successiva sarà quella di redigere il documento di presentazione, definito *placement memorandum*, che costituisce una sorta di biglietto da visita dell'operatore (molto simile al *business plan*); spesso il *placement memorandum* costituisce l'ultimo mezzo utile per attrarre nuovi investitori, un buon progetto ma mal presentato potrebbe allontanare potenziali investitori, realmente interessati.

In primis un buon *placement memorandum* dovrà contenere termini, condizioni, dati e prospetti del fondo (come: dimensione, durata, politiche di distribuzione, costi di organizzazione, struttura, attività di *report*).

In secundis questo dovrà contenere i dati quantitativi e qualitativi delle *performance* passate, in modo che gli investitori possano conoscere come storicamente si sia comportato l'operatore in operazioni simili, l'atteggiamento con cui gestisce le situazioni, quali siano stati i rendimenti passati e le quote di capitale distribuite.

Infine, l'ultimo elemento da evidenziare all'interno del *placement memorandum* è l'ambiente di riferimento, questo comprende leggi, regole, norme fiscali dell'ordinamento nazionale dove è istituito il fondo, sarà utile anche citare le condizioni politiche, sociali ed economiche della nazione di riferimento in quanto queste possono condizionare la stessa vita del fondo.

Tutto ciò che è stato analizzato fin ora sarà finalizzato al raggiungimento di un accordo con gli investitori, che analizzeranno e valuteranno i *benefit* della proposta.

Al termine di tali operazioni, quando la scelta dell'investitore è stata effettuata, sarà necessario predisporre l'intera documentazione legale, cioè tutti gli atti e contratti necessari per il termine dell'investimento.

Le risorse utilizzate nella ricerca di investitori spesso sono estremamente consistenti e quanto è stato speso potrebbe essere disperso con molta semplicità; motivo per cui

dovranno essere compiuti sforzi notevoli per mantenere buoni e continui rapporti con gli investitori per garantire stabilità e diversificazione al proprio fondo, maggiore sarà la diversificazione e minori saranno i rischi.

I motivi che potrebbero indurre gli investitori a modificare il loro atteggiamento possono essere differenti, a partire dalle politiche economiche e sociali del paese o dall'ingresso di nuove leggi che potrebbero portare l'investitore ad abbandonare un determinato mercato per un tempo indeterminato.

Molti investitori redigono *report* consuntivi dei loro investimenti con scadenza trimestrale per monitorare l'andamento dell'operazione, sarebbe altrettanto opportuno da parte dei gestori del fondo la redazione di *report* simili con la medesima frequenza; garantendo in questo modo una continua comunicazione tra i due soggetti, soprattutto per la soluzione di eventuali problemi che possono sorgere nel corso della vita del fondo.

Sarebbe ideale che il gestore alleggi al *report* dei prospetti periodici relativi alle società partecipate, i bilanci infrannuali e le scelte strategiche della società.

Oltre i *report* gli operatori predispongono delle relazioni annuali che contengono tutte le informazioni sopracitate oltre che le strategie di investimento che si intende perseguire ed i risultati fin lì ottenuti.

1.6 Il processo d'investimento

Terminate le operazioni di *fund raising*, lo *step* successivo riguarderà il processo d'investimento il quale si presenta come una fase abbastanza insidiosa che richiede una particolare esperienza tecnica da parte del *team* di gestione, che punterà ad ottenere elevati tassi di rendimento ed una liquidazione dell'investimento con sufficiente facilità al termine del rapporto di *partnership*⁴².

Il primo passo che deve essere compiuto da parte dell'investitore è l'identificazione dell'impresa *target* e conseguentemente la scelta del settore nel quale intende operare. La

⁴² P.D. O'Hara; *The total business plan*; John Wiley & Sons; New York; 1995.

sceita non è per nulla semplice, l'investitore dovrà compiere tutte le opportune valutazioni sulla profittabilità o meno del finanziamento, utilizzando la già citata *due diligence*.

L'individuazione dell'investimento rappresenta in Italia uno dei principali problemi per gli investitori. Nei mercati in cui il finanziamento attraverso il capitale di rischio è maggiormente sviluppato, come Usa e Gran Bretagna, sono gli stessi imprenditori a presentare un progetto di finanziamento agli investitori, che dovranno semplicemente analizzare la proposta e trarre le proprie conclusioni.

In Italia, invece, lo scarso sviluppo di tali strumenti finanziari fa scaturire un fenomeno definito “*marketing diretto*”, questo rappresenta l'attività effettuata da parte degli stessi operatori nella ricerca del campo in cui investire e nella stessa impresa *target*, tutto ciò è negativo in quanto fa sì che ci sia un cospicuo dispendio di risorse da parte degli investitori, per la raccolta di dati e informazioni e la creazione di un valido *network* di contatti.

In alcune realtà economiche, come l'Italia, risulta necessario da parte degli investitori realizzare un *market mapping*, esso rappresenta un vero e proprio *database* all'interno del quale sono individuate le aziende di un determinato settore che presentino le caratteristiche che interessano al finanziatore, solitamente tale “mappatura” viene effettuata per andare a tracciare compagnie e settori che sono in crescita e che conseguenzialmente presentano una buona opportunità d'investimento e la possibilità di un veloce disinvestimento.

Il Flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio, viene definito *deal flow*⁴³, le probabilità di successo dell'operatore sono influenzate da tre diversi fattori: le caratteristiche dell'operatore (notorietà, immagine ed esperienza), l'area geografica (esperienza ed abitudini degli operatori) e la tipologia d'investimenti effettuati (diversi tipi d'investimenti attui a diversi risultati, come nel caso del turnaround)⁴⁴.

Il secondo passo che deve essere compiuto è la valutazione del profilo strategico ed imprenditoriale del gruppo in cui si vuole investire. Gli investitori preferiscono imprese

⁴³ www.aifi.it

⁴⁴ A.Gervasoni e F.L.Sattin; *op. cit.*

giovani con buoni tassi di crescita, ma soprattutto con obiettivi strategici già predefiniti, in questo caso lo strumento che viene utilizzato per effettuare la valutazione è il *business plan*⁴⁵, da esso si potrà evincere la capacità di generare valore nel tempo da parte dell'impresa *target*.

Il tratto distintivo di un'azienda che intende accedere ad un fondo di private equity viene individuato nella prospettiva di poter produrre rendimenti maggiori rispetto a quelli che possono realizzarsi attraverso investimenti in società quotate⁴⁶.

Tra gli elementi che vengono analizzati da parte dell'investitore troviamo le capacità imprenditoriali e manageriali, per un imprenditore sarà fondamentale il modo in cui si presenterà all'operatore, dovendo andare a rispondere a tutte le sue esigenze (competenze tecniche, tecnologiche, di marketing, manageriali, organizzative ed infine economico-finanziarie); ovviamente l'attendibilità del *management* dovrà essere affermata all'interno di tutti gli aspetti della vita dell'azienda e non solo riguardo a specifici stadi di questa.

Altro elemento rilevante è il cosiddetto *timing*, cioè la scelta della fase del ciclo di vita dell'azienda in cui operare⁴⁷. L'investimento potrà essere adempiuto in qualsiasi fase di vita della *target*, ma a seconda della scelta da parte dell'investitore potrà variare il rischio dell'operazione (es. come già definito gli investimenti nella fase di *early stage financing* sono maggiormente rischiosi), le fasi che presentano maggior opportunità di guadagno sono sicuramente focalizzate in quelle intermedie, dove si presentano buoni tassi di crescita ed un livello di stabilità già maturato da parte dell'impresa.

Il passaggio che segue è la valutazione del prezzo, in questo caso saranno determinanti le due grandezze di valore e prezzo, attraverso cui è possibile determinare il valore dell'impresa, inteso in senso teorico e non come "valore di mercato". Tale valore viene ricondotto da parte della teoria classica al "capitale economico", ed è definito come "il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli

⁴⁵ A. Dessy, J. Vender; *Capitale di rischio e sviluppo d'impresa*; Egea; Milano; 1996.

⁴⁶ A. Gervasoni, J. Donadonibus e P. Papilj; *Caratteristiche strutturali ed operative dei fondi paneuropei di investimento in capitale di rischio*; Liuc Papers n.137; Serie impresa e mercati finanziari n.1; 2003.

⁴⁷ Vedi paragrafo 1.4

specifici interessi ad eventuali negoziazioni”⁴⁸. L’obiettivo della teoria è quello di identificare una quantificazione oggettiva dell’attività dell’impresa.

Essendo il concetto di valore di mercato mutevole a seconda se si tratta di una società quotata all’interno del mercato o di una non quotata⁴⁹, la letteratura⁵⁰ ha ridefinito il concetto di “prezzo finale”, andando ad aggiungere ulteriori elementi: i prezzi sono identificati come “dati” espressi da parte del mercato; i valori invece rappresentano grandezze calcolate attraverso le previsioni dei flussi e di valutazione dei rischi, collegate tra loro attraverso delle formule. In questo modo i due concetti di valore e prezzo non coinciderebbero, sia perché i valori vengono influenzati da parte di fattori esterni, ma anche a causa della presenza di differenti tipi di prezzo, senza dimenticare che tutto è ricollegato al modello di azienda che viene analizzata, ad esempio nel caso di azienda familiare il prezzo viene ad essere influenzato anche da parte di fattori soggettivi e psicologici.

Per ciò che concerne gli investimenti di private equity, la valutazione non è mai astratta o teorica, ma sempre ricollegata ad un prezzo reale e verificabile, ciò rappresenta la base della transazione stessa. Per questo spesso nel corso di tali operazioni non si parla di società che viene valutata, ma piuttosto che viene “prezzata”, andando a prendere in considerazione solo aspetti qualitativi che possono essere effettivamente determinati, oltre la forza negoziale delle parti e le loro libere scelte a livello contrattuale.

Dopo aver analizzato il *business plan* ed aver definito il “prezzo” dell’operazione, dovrà essere sottoposta all’analisi dell’investitore la fattibilità dell’investimento. I quattro parametri che vengono presi in riferimento sono: il risultato operativo lordo degli ammortamenti, degli oneri finanziari netti e delle imposte (EBITDA⁵¹), il CAPEX (*Capital Expenditure*) cioè gli investimenti annui in immobilizzazioni materiali ed

⁴⁸ AA. VV.; *Principi e metodi di valutazione di aziende e partecipazioni societarie*; Egea; Milano; 1989.

⁴⁹ Nel caso delle società quotate questo sarà influenzato da parte di fenomeni esterni non controllabili da parte dell’imprenditore, collegati al funzionamento dei mercati finanziari ed al rapporto tra domanda e offerta; per ciò che concerne le società non quotate, invece, entrano in gioco altre variabili come il rapporto tra richiedenti ed offerenti, con un risultato finale molto variabile.

⁵⁰ L.Guarti; *Trattato sulla valutazione delle aziende*; Egea; Milano; 1998.

⁵¹ *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amorisation*.

immateriale; il WI (*Working Investment*) cioè il capitale circolante commerciale netto; ed infine l'ultimo parametro, che non ha valenza finanziaria ma assume un'importanza fondamentale, è rappresentato dal profilo di crescita del *business* in senso generale definito attraverso il tasso di crescita percentuale annuo del fatturato o della redditività operativa.

L'ultimo aspetto essenziale da esaminare nel corso del processo di investimento è costituito dagli aspetti negoziali dell'investimento. Alla base dell'investimento abbiamo una negoziazione che viene attuata tra l'imprenditore e l'investitore, la contrattazione dipende da numerosi elementi variabili che mutano da operatore ad operatore, motivo per cui è difficile delineare delle regole o delle strategie costanti che vengono utilizzate, piuttosto maggiore sarà l'imprevedibilità delle azioni delle controparti e maggiore può essere definita "l'abilità negoziale".

Spesso può succedere che il coinvolgimento del venditore perduri anche nelle prime fasi dopo la vendita delle azioni, l'intervento del venditore post-vendita si verifica specialmente in Italia e questo permette di coinvolgere lentamente la persona investita della successione senza un eccessivo "cambio di rotta" per la modifica dell'assetto societario.

Altro elemento rilevante risulta essere la cultura finanziaria e aziendale del venditore, ma soprattutto dei suoi consulenti, gli investimenti effettuati tramite fondi di private equity sono sempre più spesso caratterizzati da esperienze internazionali, e quindi una conoscenza dei mercati inglesi o statunitensi, tutto ciò comporterà una formazione specialistica maggiore rispetto a venditori inesperti del mercato italiano, essendo maggiormente sviluppate tali operazioni all'interno di questi mercati. Da ciò può evincersi che un ruolo di primo piano verrà assunto da parte dei consulenti e degli intermediari finanziari, queste due figure per quanto simili non possono essere definite equivalenti, il loro incarico risulta essere cardinale in quanto fungono da "filtro" tra il venditore e l'investitore, grazie alle loro conoscenze tecniche, qualificate e professionali.

Il compito di consulenti e intermediari finanziari deve essere specificato nel corso della negoziazione, poiché anche se le trattative non dovessero andare a buon fine questi avranno diritto alla remunerazione o al compenso pattuito.

Dopo una prima fase di negoziazione solitamente viene redatta una “lettera di intenti” o anche detta *memorandum of understanding*, all’interno della quale vengono definiti i primi accordi che sono stati statuiti tra le controparti, come prezzi e criteri di valutazione, ovviamente gli accordi prestabiliti all’interno della lettera di intenti non sono sempre vincolanti ed in molti casi potranno essere modificati fino alla vendita vera e propria.

Non esiste un modello di base di tale lettera, questa potrà avere le caratteristiche più disparate dipenderà da caso a caso, alcuni preferiscono lettere generiche, altri lettere dettagliate e specifiche. Dei tipi di lettere che possono essere redatte e degli aspetti legali e contrattuali ci occuperemo in maniera più dettagliata nei prossimi paragrafi.

La fase successiva si caratterizza per il processo di *due diligence* compiuto da parte dell’investitore per valutare la globalità dell’operazione.

Abbiamo già parlato nei paragrafi precedenti della suddivisione cronologica in quattro momenti che viene effettuata per definire la *due diligence*⁵², in questa sede ci occuperemo di analizzare la diversificazione che viene compiuta in letteratura⁵³ delle quattro categorie di *due diligence* che possono essere utilizzate da parte dell’investitore.

La prima prende il nome di *business due diligence*, essa rappresenta la valutazione di maggior rilevanza per l’investimento, consiste in un’analisi delle caratteristiche del *business* e le relative prospettive di sviluppo.

La *financial due diligence* che comprende le informazioni ed i dati di carattere economico, finanziario e contabile.

La *tax and legal due diligence* riguardante la comprensione e la valutazione di eventuali rischi collegati ai vari aspetti legali o fiscali.

Ed infine la *environmental due diligence* pertinente la valutazione di eventuali problematiche riguardanti il rispetto dell’ambiente e del territorio da parte dell’azienda.

Il risultato positivo della verifica di *due diligence* permetterà di redigere una bozza del contratto definitivo da parte delle controparti.

Operazioni di negoziazione particolari sono rappresentate dall’attività di *turnaround financing*, particolarmente se vengono compite nel corso di una procedura concorsuale,

⁵² Paragrafo 1.4.2

⁵³ A.Gervasoni; *op. cit.*

una delle controparti sarà necessariamente un pubblico ufficiale e quindi la contrattazione dovrà essere condotta nei limiti e con le modalità tipiche prestabilite da parte della legge, ma soprattutto avvalendosi di consulenti tecnici ed esperti, tuttavia di questo ce ne occuperemo nel capitolo successivo.

1.6.1 Il rischio dell'investimento

La tipologia di operazioni d'investimento tramite fondi di private equity, risulta particolarmente rischiosa. Gli investitori istituzionali incontrano una serie di difficoltà e di rischi che possono completamente condizionare il valore dell'intera operazione.

In questa sede è nostra premura classificare i diversi tipi di rischio che deve affrontare l'operato di PE:

- **il rischio di finanziamento**, è il rischio fronteggiato da parte dai *Limited Partner* nell'istante in cui non conosce con precisione il momento in cui riuscirà ad ottenere i flussi di cassa che contraccambieranno l'investimento iniziale.
- **Il rischio di liquidità**, prima del *disinvestment period* è difficile per l'investitore trasferire le proprie quote a terzi, in quanto un investimento in fondi di private equity non è immediatamente liquido ed ha orizzonti temporali di lungo periodo. Le caratteristiche del mercato nel capitale di rischio espongono gli investitori ad un rischio di liquidità, in quanto questi possono cedere le proprie quote ma il mercato è poco diffuso ed altamente inefficiente. Inoltre i prezzi del mercato secondario sono spesso influenzati da fattori che vanno oltre il valore esatto della *partnership* e questo spesso si traduce in prezzi distorti, cioè scontati. Ad esempio, gli investitori in condizioni di vendita obbligatoria dovranno accettare sconti sul NAV⁵⁴.

⁵⁴ Borsa Italiana; ; *Net Asset Value*; in Glossario; 17 gennaio 2017; <http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Net%20Asset%20Value>:

NAV: costituisce l'acronimo di **Net Asset Value**. Esso rappresenta il rapporto tra la somma dei valori di mercato delle attività del portafoglio di un fondo comune di investimento e il numero di quote in circolazione.

- **Il rischio di mercato**, l'andamento all'interno del mercato ha un impatto sul valore degli investimenti presenti nel portafoglio. Le modalità per valutare un *asset* sono soprattutto due. Il primo è attraverso la sua valutazione corrente sul mercato, cioè una stima di quella che potrebbe essere. Il secondo è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa futuri. Generalmente, la liquidità e l'arbitraggio presenti nel mercato tendono ad allineare i due metodi di valutazione. La mancanza di liquidità e altre deficienze del mercato tendono a fare divergere questi due approcci alternativi, soprattutto nelle *secondary transactions*.
- **Il rischio del capitale**: oltre al rischio di poter perdere il capitale investito a causa di mancanza di liquidità, gli investitori di PE affrontano il rischio di non recuperare il valore del loro capitale investito nel momento della patrimonializzazione. Questo particolare rischio può essere influenzato da diversi fattori come l'esposizione al mercato del capitale di rischio, i tassi d'interesse, i termini di rifinanziamento e l'esposizione al rischio di cambio.

Le modalità di finanziamento scelte da parte di un'impresa possono essere differenti e spesso essere effettuate contemporaneamente in combinazione tra loro, tra queste possiamo trovare l'equity, il debito mezzanino, il debito *senior* ed il capitale liquido.

Solitamente viene scelto il mezzo di finanziamento più rischioso in quanto comporta una possibilità di remunerazione più elevata.

Anche definito **Valore dell'Attivo Netto** è ottenuto suddividendo il valore di tutti i beni, titoli e liquidità presenti nel portafoglio di fondo per il numero di quote in circolazione. Esso rappresenta il prezzo che un investitore dovrebbe versare per sottoscrivere nuove quote oppure il prezzo che dovrebbe incassare dal rimborso delle quote di cui in possesso.

Nel caso dei fondi comuni di investimento di tipo aperto il NAV viene calcolato quotidianamente e comunicato attraverso i principali quotidiani a diffusione nazionale; al contrario, nel caso dei fondi chiusi, il NAV viene calcolato con frequenza meno elevata (solitamente mensile) a motivo della particolarità dei beni oggetto di investimento.

Secondo un'altra accezione il NAV è il valore patrimoniale netto del fondo.

Quello che vogliamo effettuare ora è una comparazione dei rischi degli investimenti di PE e gli altri tipi di finanziamento, in particolare la correlazione che si viene a creare con il debito *senior*⁵⁵.

Gli operatori nel capitale di rischio non richiedono mensilmente o trimestralmente il pagamento di interessi e le condizioni di equity risultano molto più flessibili del debito.

Gli investitori proveranno ad allineare i loro interessi con quelli del *management team* dell'impresa, cosa che non accade nel capitale di debito. Gli operatori istituzionali infatti diventeranno *partner*, mentre invece nel caso dei finanziatori questi diventeranno creditori; i primi avranno maggiori incentivi nel coadiuvare il lavoro dell'azienda ed il suo *business*, mentre i secondi saranno del tutto disinteressati all'andamento dell'investimento, avendo come unico obiettivo quello del ritorno del proprio finanziamento e l'interesse della solvenza del debitore.

L'interesse dell'investitore si manifesta nella ricerca della massimizzazione del valore del *business* dell'impresa, motivo che rende l'equity più oneroso nel lungo periodo rispetto al debito, il debito sarà invece maggiormente legato al *cash flow* motivo che può rendere il debito più costoso e potenzialmente limitante per la crescita.

L'operazione di PE si mostra perfetta per gli investimenti di società in stato di crescita e che desiderano disinvestire in un periodo medio di circa 10 anni o che hanno intenzione di effettuare un'operazione di *buy-outs*.

Il debito invece si distingue tipicamente in due forme: *senior* e subordinato. Solitamente il debito *senior* che viene fornito da parte delle banche è, ad oggi, l'alternativa di finanziamento meno costosa e maggiormente utilizzata in Italia, esso può presentarsi in forme differenti e con condizioni ed interessi diversi, per questo risulta un ottimo finanziamento per uno specifico progetto ad arco temporale predefinito.

Il debito mezzanino o subordinato è un tipo di debito che generalmente possiede sia le caratteristiche del debito che quelle di capitale di rischio. Solitamente si ricorre a codesto strumento quando viene pagato un premio considerevole sul valore del patrimonio e la

⁵⁵ Per debito *senior* s'intende il complesso dei finanziamenti a medio-lungo termine a fronte dell'operazione di *buy-out*, recanti una clausola di rimborso privilegiato rispetto agli altri debiti. Esso rappresenta mediamente oltre il 50% del totale dei mezzi finanziari necessari per procedere all'acquisto ed essi vengono erogati da parte di banche o di sindacati di banche.

società di *buyout* abbia *assets* insufficienti per riuscire ad ottenere ulteriore credito ma allo stesso tempo produca *cash flow* stabili e consistenti. Questa maggiore esposizione al rischio, rispetto al debito *senior*, giustifica un tasso di interesse maggiore. Esso viene utilizzato soprattutto nelle procedure di ricapitalizzazione o acquisizione.

1.7 Gestione e monitoraggio dell'investimento

Essa può essere definita come fase *core* di tutta l'attività d'investimento nel capitale di rischio ed è valorizzata al raggiungimento di un guadagno in conto capitale soddisfacente nella fase successiva.

Nel corso di un investimento il comportamento dell'operatore finanziario non è sempre uguale, non tutti gli investitori istituzionali si comportano nei riguardi della partecipante nello stesso modo, la loro partecipazione dipende dal tipo di finanziamento effettuato (ad esempio se si tratta di finanziamento per l'avvio, per lo sviluppo o per il cambiamento).

Nel diverso tipo di comportamento che viene assunto dall'operatore di PE al momento dell'investimento, del monitoraggio e del disinvestimento risiede la diversificazione competitiva degli operatori del settore.

La tipologia d'intervento effettuata da parte dell'investitore caratterizza anche il tipo di ruolo che avrà nel corso dell'operazione, se prendiamo in considerazione operazioni di *investor buy-out* questo avrà una partecipazione di maggioranza primaria, assoluta se non addirittura totalitaria, rispetto ad una partecipazione di minoranza, come può accadere in società che sono già mature.

Possiamo quindi distinguere due tipi di figure: la prima si identifica negli investitori "attivi" (anche detti *hands on*), i quali non offrono solo un sostegno finanziario nei confronti dell'imprenditore ma forniscono all'impresa una serie di servizi tecnici e continui con il fine di accrescere il valore della partecipata; la seconda figura si caratterizza in quei investitori detti "passivi" (*hands off*), i quali contribuiscono nell'attività della partecipata con la sola fornitura del capitale azionario richiesto e con dei controlli periodici per verificare l'andamento dell'investimento effettuato.

Vengono individuate da parte di un'indagine condotta da McMillan, Kulow e Khoylian⁵⁶ tre diverse tipologie di investitori:

- i “*Laissez Faire*”, i quali hanno come ruolo fondamentale quello di apportare il capitale finanziario necessario, ma il loro coinvolgimento all'attività d'impresa è quasi del tutto assente;
- il secondo gruppo di investitori si caratterizza per una partecipazione maggiore rispetto ai primi nella gestione della partecipata. Questi oltre a ricoprire il ruolo già menzionato degli investitori “passivi” si occuperanno di tutti gli aspetti legati al *management*, come selezione, formazione e stipulazione dei contratti;
- il terzo ed ultimo gruppo di operatori comprende gli investitori che assumono un ruolo fondamentale nel corso dell'operazione, attraverso un pieno coinvolgimento nell'attività dell'impresa finanziata. Il loro ruolo viene definito “attivo” in quanto l'intervento apportato non si limita alle sole risorse finanziarie, ma anche nella formazione e valutazione dei piani di *marketing* e spesso nella gestione operativa, attraverso la partecipazione al consiglio di amministrazione della partecipata.

Come già accennato precedentemente il tipo di coinvolgimento dell'investitore dipende dal tipo di operazione posta in essere e dalla tipologia di progetto finanziato, diverse considerazioni possono essere prese in considerazione a seconda se l'operatore acquisti una quota di minoranza o di maggioranza.

Nei mercati statunitensi, grazie alla possibilità di usufruire di un mercato regolamentato efficace e maturo, le partecipazioni che vengono acquisite da parte degli operatori sono soprattutto di minoranza, a differenza di quanto succede nel continente Europeo, all'interno del quale lo scarso sviluppo dei mercati secondari ha fatto in modo di sviluppare soprattutto operazioni che puntano all'acquisto di quote di maggioranza.

Il progredire dell'operazione passa dagli stadi iniziali dell'attività d'impresa ad un intervento per la crescita e lo sviluppo dell'azienda partecipata, diventano sempre meno

⁵⁶ I.C. MacMillan, D.M. Kulow, R. Khoylian; “*Venture capitalists' involvement in their investments: extent and performance*”; Journal of Business Venturing; Vol. 4; 1988.

rilevanti gli aspetti di tipo tecnico, tecnologico e commerciale, così saranno maggiori gli spazi di interventi finanziari.

Interventi particolari risultano essere quelli di *turnaround financing* che, come già anticipato, sono volti a definire una ristrutturazione di un'azienda che verte in stato di crisi, attraverso l'apporto di risorse sia finanziarie ma anche tecniche, manageriali e dirigenziali; lo *status* in cui l'impresa si trova giustifica l'apporto di risorse maggiori, per consentire la ripianificazione e riorganizzazione di quest'ultima. Il più delle volte tali operazioni avvengono nel corso di procedure concorsuali, l'investitore finanziario si trova obbligato, spesso *ex lege*, ad assumere il controllo dell'impresa anche solo temporaneamente.

Operazione fondamentale che deve essere effettuata da parte dell'investitore è il monitoraggio dell'investimento compiuto, l'elevato ammontare di risorse spese da parte dell'investitore nella maggior parte dei casi spinge questo a richiedere una posizione all'interno del consiglio di amministrazione dell'impresa, con lo scopo di monitorare l'intera attività dell'azienda e l'utilizzo delle risorse apportate.

La richiesta di un posto all'interno del cda non rappresenta un indicatore del tipo di partecipazione che intende assumere l'operatore all'interno dell'azienda, in quanto questo potrebbe benissimo ottenere una posizione all'interno del consiglio ed ugualmente non partecipare attivamente nelle scelte aziendali, ma senza alcun dubbio ciò costituisce un elemento di partecipazione attiva e di monitoraggio, che si manifesta nella quasi totalità degli investimenti di PE.

Una particolarità all'interno di tali operazioni è raffigurata da parte dell'elevato grado d'incertezza derivante dalla cosiddetta asimmetria informativa, nella maggior parte dei casi le informazioni in possesso da parte degli investitori non sono sufficienti per prendere decisioni ottimali, soprattutto se l'azienda si trova nei primi stadi di sviluppo.

Altri due fattori che possono incidere sul monitoraggio sono la distanza geografica dell'investitore (la distanza sarà direttamente proporzionale agli incontri che potranno essere effettuati con l'imprenditore) e l'esperienza da parte dell'investitore (maggiore sarà l'esperienza, minori saranno i rapporti con il consiglio di amministrazione).

L'interesse dell'investitore sarà quello di apportare un valore aggiunto dell'impresa che ha finanziato, il processo di aggiunta del valore non si basa sul dispendio di sole risorse finanziarie da parte di quest'ultimo, ma di una serie di servizi come una consulenza di tipo tecnico e strategica.

Un'indagine effettuata da parte dell'EVCA⁵⁷, nell'ambito delle condotte intraprese da parte degli operatori nel mercato del capitale di rischio europeo e britannico, ha mostrato che l'intervento da parte degli investitori istituzionali rispetto a quello delle banche (che rappresentano il mercato di capitale di debito) risulta essere di maggior efficacia, in quanto gli operatori istituzionali non si limitano al solo apporto di risorse finanziarie, ma un vero e proprio supporto decisionale attraverso una consulenza professionale e strategica.

Un altro aspetto che distingue il ruolo dell'investitore istituzionale rispetto quello che può instaurarsi con le banche è il rapporto di "amicizia" che si viene a creare tra le controparti, fungendo l'operatore come una vera e propria "guida" per l'imprenditore.

Ovviamente la partecipazione finanziaria non andrà sempre a buon fine, ed all'interno di questi tipi di operazioni possono essere individuati alcuni fattori critici, su cui dovrà porre attenzione l'operatore nel corso del monitoraggio, tra questi possiamo elencare: problemi relativi al *management*, come incapacità del *manager senior* o degli altri *manager* nelle funzioni di supporto; i problemi relativi al mercato, ad esempio quando il mercato degli utenti finali non si sia sviluppato come ci si aspettava; il mancato aumento della quota di mercato a causa del canale distributivo, dell'alta competizione dei *competitor* o dell'inadeguatezza del prodotto alle richieste del mercato; i problemi relativi al prodotto o al servizio offerto, come ritardi nello sviluppo, il fallimento a livello di produzione, le scarse *performance* del prodotto ed il controllo di qualità⁵⁸.

Seppur in coesistenza con altri molteplici fattori, il *management* risulta essere un elemento di elevata criticità per il buon andamento dell'investimento.

L'elemento focale all'interno del rapporto tra investitore ed imprenditore può essere individuato nel flusso di informazioni che dall'impresa va all'operatore, il flusso di

⁵⁷ EVCA, Coopers & Lybrand; *The economic impact of Venture Capital in UK*; Pubblicazione interna, 1996.

⁵⁸ M. Gorman, W.A. Sahlman; "What do venture capitalists do?"; *Journal of Business Venturing*, Vol. 4; 1989.

informazioni ed il rapporto di comunicazione tra i due soggetti deve essere tempestivo e continuo, ma soprattutto deve rappresentare la reale e corretta situazione in cui verte l'azienda.

Le richieste che generalmente vengono fatte da parte degli operatori sono di tre tipi: la trasformazione dell'impresa in una società per azioni, che permetterà una liquidazione facilitata della propria quota azionaria attraverso il beneficio della responsabilità limitata; la certificazione dei bilanci, per riuscire ad ottenere canoni di trasparenza ottimali e consentire all'investitore di verificare la situazione amministrativa della società; ed infine la già citata rappresentanza all'interno del consiglio di amministrazione⁵⁹.

La partecipazione all'interno del consiglio di amministrazione da parte dell'investitore istituzionale può variare a seconda delle dimensioni dell'azienda, nel caso di grandi imprese, come le *public company* anglosassoni, spesso si verifica una disparità tra proprietà e *management* dell'azienda e per quanto la proprietà abbia un potere di controllo nei confronti dell'impresa, il potere di gestione sarà in capo al *management*, ed il consiglio di amministrazione spesso è formato da parte di professionisti esterni alla stessa impresa, spesso controllati da parte del presidente del consiglio di amministrazione.

Logicamente la presenza degli investitori istituzionali produrrà un incremento dei membri del cda, in media si passa da un numero di 3 membri fino al raggiungimento di 5 membri. Una situazione differente si può evincere all'interno delle piccole e medie imprese (PMI) che posseggono un consiglio di amministrazione di dimensioni ridotte e senza la presenza al suo interno di professionisti estranei, frequentemente si tratta di imprese familiari che vedono all'interno del cda gli stessi membri della famiglia. In questo caso entrare a far parte del cda da parte dell'investitore risulterà più difficoltoso, motivo per cui l'operatore istituzionale cercherà di instaurare fin da subito un buon rapporto con la proprietà ed il *management* aziendale.

Una delle principali differenze che è possibile riscontrare rispetto alle grandi aziende risulta il fatto che l'investitore, come amministratore, non deterrà solo una quota

⁵⁹ A. Dessey, J. Vender; *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*; Egea; Milano; 1996.

marginale della proprietà, ma verrà pienamente coinvolto all'interno delle scelte strategiche e della dinamica aziendale.

Ulteriore elemento positivo che può riscontrarsi all'interno di cda ristretti e la possibilità di poter compiere facilmente numerose riunioni, creando un rapporto continuativo e costruttivo tra gli amministratori, inoltre la presenza dell'investitore nel consiglio presuppone una pressione nel raggiungimento degli obiettivi prefissati, che rende possibile una collaborazione piena e proficua tra i diversi soggetti partecipanti.

L'investitore può essere definito una cassa di risonanza per le idee del gruppo imprenditoriale, in quanto attraverso la sua consulenza tecnica può aiutare la crescita competitiva dell'azienda all'interno di un mercato improntato all'internazionalizzazione ed alla globalizzazione.

Come definito dal padre della teoria delle cinque forze⁶⁰, ogni azienda dovrà tenere in considerazione e si dovrà confrontare non solo con le imprese operanti all'interno del medesimo mercato merceologico, ma dovrà tener conto anche di tutte le realtà aziendali che offrono prodotti o servizi sostitutivi, dei potenziali entranti ed infine del potere contrattuale di fornitori e clienti.

Ogni qual volta l'imprenditore dovrà prendere una decisione trovandosi di fronte a diverse scelte opzionali, la scelta che dovrà essere intrapresa rappresenterà una decisione ottimale, cioè la migliore decisione per l'impresa tra le diverse alternative in considerazione. La teoria economica della domanda⁶¹ delinea una decisione ottimale come quella scelta presa tenendo in considerazione diversi fattori, nel dettaglio quella decisione presa da parte di soggetti perfettamente razionali ed all'interno di un contesto caratterizzato da informazione perfetta.

Purtroppo tale situazione è di difficile realizzazione all'interno del mercato ed i motivi di questo insuccesso possono essere diversi, come ad esempio i lunghi tempi od il costo, non è infatti possibile reperire tutte le informazioni necessarie per compiere un "ottima decisione" senza tener conto degli imprevisti che devono affrontare gli imprenditori che

⁶⁰ M. Porter; *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*; The Free Press; New York; 1985.

⁶¹ A. Marshall, *Principles of Economics*; Londra; 1890.

nella maggior parte dei casi non possono essere previsti anticipatamente (ovviamente minore sarà la loro esperienza e più difficoltosa sarà la possibilità di prevenire eventi dannosi).

Per tutti i motivi sopraelencati l'intervento nelle decisioni strategiche dell'impresa da parte dell'investitore nel capitale di rischio può essere un valido aiuto per lo sviluppo concorrenziale, grazie all'esperienza maturata e la loro capacità di dare pareri qualificati ed oggettivi, nello specifico se si tratta di incertezza che dipende da informazioni insufficienti o da un'incapacità di utilizzare quelle disponibili.

Frequentemente si è preso in considerazione una relazione tra l'esperienza dell'investitore e la capacità di apportare un valore aggiunto all'azienda, non tutti gli autori sono d'accordo nel delineare tale rapporto.

In questo contesto Sapienza⁶² ha individuato una differenziazione a seconda se si operi all'interno del mercato Europeo o Statunitense, se si prende in considerazione il mercato Europeo si può evincere che l'esperienza maturata nel settore delle partecipazioni finanziarie è correlata negativamente con la percezione di valore aggiunto, mentre all'interno del mercato Statunitense i due fattori sono completamente indipendenti tra loro. L'unico caso anomalo all'interno della realtà europea è individuato nella Gran Bretagna, in quanto è stata individuata una correlazione positiva e diretta, avendo lo stato britannico sviluppato un'esperienza maggiore per questo tipo di operazioni, mostrandosi molto più affine con la realtà americana che a quella degli altri paesi europei.

Come già ripetuto il ruolo dell'investitore non si concentra nella sola fornitura del capitale finanziario richiesto, questo nell'ambito del finanziamento del progetto avrà il compito di gestire i rapporti con gli altri finanziatori, i quali si sentiranno maggiormente tutelati dalla presenza dell'operatore istituzionale, soprattutto nel caso in cui siano necessarie ulteriori risorse finanziarie successive.

Tra i diversi servizi finanziari offerti da parte dell'investitore possiamo trovare la gestione tecnica del gruppo di finanziamento, la possibilità di ottenere agevolazioni nella raccolta

⁶² H.J. Sapienza, S. Manigart, W. Vermeir; *Venture capitalist governance and value added in four countries*; Journal of Business Venturing; 11; 1996; 6.

del capitale di debito, il reperimento di ulteriori fonti di capitale di rischio ed infine il monitoraggio delle performance finanziarie.

In conclusione possiamo dire che l'esperienza da parte dell'operatore istituzionale è risultata essenziale nei casi in cui l'obiettivo principale dell'impresa fosse stato la quotazione, in quanto la partecipazione dell'investitore consente ai soci che non siano più interessati alla partecipazione dell'attività di poter uscire dalla realtà sociale in modo graduale, pianificando l'attività e la struttura dell'azienda con precisione ed evitando così il rischio di identificare l'impresa attraverso una singola persona legata al prestigio della società.

Nella quasi totalità dei casi l'investitore partecipa alle scelte strategiche dell'impresa, con il termine strategia si intende il comportamento che si vorrà adottare per riuscire ad ottenere determinati risultati ed una redditività superiore a quella dei suoi concorrenti diretti nel mercato.

Porter⁶³ definisce tre differenti tipi di strategia di base: la *leadership* di costo, basata sull'impiego di economie di scala e volta a ridurre quanto più possibile i costi di produzione; la differenziazione, che comporta la realizzazione di un prodotto o di un servizio completamente differente rispetto a quello offerto da parte degli altri *competitors* e per questo percepito da parte dei consumatori come unico; la focalizzazione, che consiste nell'incentrare le proprie scelte all'interno di uno specifico territorio o nei confronti di una categoria prestabilita di *consumers* oppure per un particolare segmento della gamma dei prodotti.

Quando gli imprenditori non sono in grado di prendere decisioni ottimali nei confronti della strategia di *marketing*, la consulenza da parte dell'investitore risulta indispensabile, il compito degli operatori sarà quello di sensibilizzare le scelte dell'imprenditore sulla definizione del *budget* di spesa e sull'allocazione dello sforzo di *marketing*.

Ulteriore obiettivo dell'investitore sarà quello di cercare con tutte le modalità a sua disposizione di evitare il fallimento o la messa in liquidazione dell'impresa, motivo per cui nel corso del monitoraggio del suo investimento dovrà porre attenzione su tutti i

⁶³ M. Porter; *op. cit.*

segnali d'allarme che possono manifestarsi nella vita societaria, come ad esempio il crescere dei costi fissi o la perdita di controllo dei crediti, questo controllo costante si potrà evincere nella richiesta dei *report* periodici, sia se si parla di operatori che siano integrati nel cda sia se ne siano rimasti estranei, la richiesta potrà variare da una continuità mensile ad una trimestrale o quadrimestrale.

All'interno del quadro italiano, in cui si evince un'elevata percentuale di imprese a gestione familiare, la collaborazione con gli investitori istituzionali ha consentito un passaggio graduale e non traumatico, abbinato da una gestione maggiormente tecnica e professionale che spesso ha comportato un processo di internazionalizzazione dell'impresa partecipata.

Dopo aver compiuto un'analisi generale della gestione e del monitoraggio dell'investimento effettuato si può concludere che uno degli elementi chiave di una buona operazione può essere individuato all'interno del rapporto che si instaura tra l'investitore istituzionale e le imprese finanziate, tanto più sarà amichevole tale rapporto, maggiore sarà la comunicazione e migliore la possibilità di operare e partecipare da parte dell'operatore. Non sarebbe infatti inusuale se tra l'investitore ed il *management* avvengano incontri e discussioni di tipo informale⁶⁴.

La creazione di un rapporto personale, collaborativo, informale e di reciproca fiducia sarà essenziale per compiere un'efficace attività di monitoraggio e valorizzazione dell'attività aziendale, la possibilità di creare tale relazione dipenderà dalla presenza di trasparenza, onestà e chiarezza al momento dell'avviamento della collaborazione tra le diverse controparti coinvolte.

L'esperienza ha evidenziato che sarà compito dell'investitore, già in fase di programmazione dell'investimento, chiarire con tutti i partecipanti quali saranno le modalità, gli obiettivi e gli scopi del finanziamento, oltre a delineare in modo informale quale saranno le conseguenze al raggiungimento, o meno, degli obiettivi prefissati.

⁶⁴ L. Steier, R. Greenwood; *Ventur Capital relationship in the deal structuring and post-investment stage of new firm*; Journal of Management Studies; Vol. 32; maggio 1995.

1.8 Il processo di disinvestimento

L'attività di disinvestimento individua il momento conclusivo del complessivo ciclo di vita di un fondo di private equity e del legame instauratosi tra investitore ed impresa *target*, essa si caratterizza per la dismissione e lo smobilizzo degli investimenti detenuti in portafoglio.

L'operatore non rimarrà legato per un lungo periodo all'impresa *target*, nel caso contrario non ricoprirebbe la figura di investitore istituzionale ma di *holding* di partecipazione, esso si presenta come *partner* temporaneo ed il suo obiettivo finale è quello di realizzare un *capital gain* nel medio-lungo periodo e non un rapporto senza termine.

La fase di disinvestimento è estremamente delicata, in quanto in questo stadio potrà realizzarsi il guadagno di capitale che rappresenta lo scopo ultimo dell'intera operazione. Durante tale processo l'investitore incentra la sua attività su due diversi fini⁶⁵:

- la valorizzazione nel modo più ottimale possibile di tutti i *driver* di valore che si sono sviluppati durante l'*investment period* in modo da ottenere una somma di capitale elevata al momento della vendita;
- la restituzione della liquidità ai sottoscrittori delle quote del fondo, realizzando in tal modo un guadagno in conto capitale capace di soddisfare le aspettative degli stessi ed ottenere una remunerazione per il rischio sopportato nel corso dell'operazione.

Stabilire quale sia il momento migliore per effettuare il disinvestimento non è semplice, gli investitori dovranno pianificare il tutto per individuare la modalità di disinvestimento più adatta per l'operazione e sfruttare il momento più profittevole sul mercato. Tali scelte non sono sempre a completa disposizione dell'investitore, frequentemente le modalità di dismissione sono definite già al momento della trattativa tra le controparti e sono correlate a modifiche contingenti legate alle caratteristiche dell'impresa *target* (dismissione, settore di attività, dimensione dell'impresa, caratteristiche organizzative, ecc.), mentre per ciò

⁶⁵ M.Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

che concerne il *timing* questo non può essere prestabilito con estrema precisione, ma può essere delineato un arco temporale entro cui potrà avvenire, o comunque anche se viene lasciato a discrezione dell'investitore dipenderà da variabili come il mercato ed i cicli economici.

Strumento utilizzato per definire le modalità di disinvestimento sono i “patti parasociali”, questi vengono stipulati al momento della realizzazione dell'investimento ed all'interno verranno definiti le linee generali di come avverrà la dismissione.

La possibilità di procedere alla dismissione viene garantita all'investitore attraverso la stipulazione di un'opzione di *put*, attraverso la redazione di tale contratto si attribuisce all'investitore istituzionale il diritto di cedere la propria quota all'azionista di maggioranza in un determinato periodo di tempo o ad una data prestabilita, i dettagli di tale accordo potranno modificarsi con il tempo, ad esempio potrà essere definito successivamente il prezzo dell'utilizzo del diritto o le modalità per la sua valutazione.

La clausola di *put* rappresenta la modalità più frequente con cui viene prestabilito il processo di disinvestimento, ma non è l'unica modalità con cui potrà essere effettuato, ad esempio un altro tipo di contratto che viene utilizzato è quello che in gergo prende il nome di “*reverse drag along right*”, rappresentato dal diritto di mettere in vendita l'intera azienda, garantendo il diritto di prelazione sull'acquisto nei confronti del socio di maggioranza. In questo modo i soci possono conferire ad una primaria società di consulenza il mandato alla vendita dell'intera società, al prezzo più alto ottenibile in quelle determinate condizioni di mercato.

Altra clausola contrattuale utilizzata per la dismissione del disinvestimento è rappresentata dal “diritto di seguito”, anche definito “*drag along right*”, attraverso tale opzione viene data facoltà al socio di minoranza di partecipare pro-quota ad ogni transazione che preveda la cessione di azioni poste in essere da parte dell'azionista di maggioranza, in questo modo viene garantita la parità di trattamento tra tutti gli azionisti della società a prescindere dalla quantità di azioni possedute da loro, uniformando così le possibilità di negoziazione.

L'EVCA fornisce una classificazione delle principali modalità di disinvestimento, questa riconosce tra le maggiori modalità di cessione della partecipazione a disposizione dell'investitore:

- la vendita delle azioni sul mercato borsistico, attraverso un'operazione definita IPO (*Initial Public Offering*) essa si qualifica con la cessione della partecipazione mediante un'offerta pubblica di vendita su di un mercato regolamentato;
- il *Trade sale*, rappresentato dalla cessione della partecipazione attraverso una trattativa privata ad un'acquirente industriale, il quale verrà determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica;
- il *Replacement e Secondary buy out*, ovvero la cessione ad un altro operatore di private equity e venture capital;
- il *Buy Back*, ossia il riacquisto delle azioni possedute dall'investitore da parte degli altri soci;
- il *Write-off*, vale a dire l'abbattimento totale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento.

La scelta della modalità di disinvestimento dipenderà da diversi fattori, tra questi troviamo il tipo di partecipazione, se questa sia di minoranza o maggioranza, i fattori strutturali collegati alle società, i risultati che sono stati raggiunti con l'investimento, il settore in cui si opera, l'andamento dei mercati di smobilizzo, ed infine la situazione economica in cui verte l'impresa.

Tra gli altri elementi che possono condizionare le modalità e le tempistiche di disinvestimento possiamo trovare l'abilità di valutazione delle tecnologie e delle persone e le capacità di realizzazione di contatti interpersonali⁶⁶.

Uno studio effettuato da parte della *Price Waterhouse* per l'EVCA⁶⁷ ha individuato quali sono le più frequenti cause di fallimento ed i maggiori problemi ricollegabili al processo di disinvestimento, tra queste troviamo: il limitato apprezzamento della partecipata all'interno del mercato borsistico; lo scarso interesse verso il titolo da parte degli investitori istituzionali in un'operazione di IPO; lo scarso interesse da parte dei potenziali

⁶⁶ M. Carlotti; *op. cit.*

⁶⁷ J. Wall, J. Smith; "Better Exits"; EVCA, Special Paper; 1998.

acquirenti industriali in caso di *trade sale*; la scarsa collaborazione del *management* o dei co-investitori; i risultati non positivi del processo di *due diligence*; la ridotta *performance* aziendale.

Con lo sviluppo sempre maggiore delle forme d'investimento nel capitale di rischio, si è vista una sempre più diminuzione delle modalità di *exit* tradizionali (IPO, *Trade Sale*, *Secondary Buy out* e *Buy Back*) favorendo un aumento dei *write-off*, le cause di tale modifica possono essere individuate nelle difficoltà che si riscontrano all'interno del mercato di debito.

La crisi economica e finanziaria degli ultimi anni ha permesso ad alcuni operatori specializzati di poter intervenire nei confronti di imprese in difficoltà, attraverso quelli che prendono il nome di investimenti di *turnaround financing* ed ottenendo buone prospettive di *way out* grazie alla bassa barriera all'acquisto delle partecipazioni.

1.9 Gli Operatori

All'interno del presente paragrafo si intende focalizzare l'attenzione sui principali investitori istituzionali nel capitale di rischio dell'aziende, ovvero quali sono gli operatori che utilizzano risorse raccolte presso terzi e che sono sottoposti alla regolamentazione ed al controllo da parte delle Autorità di vigilanza.

L'EVCA riconosce all'interno di questa categoria diversi soggetti, tra cui:

- quelli che effettuano come attività principale l'apporto di finanziamenti a titolo di capitale proprio o comunque permanente, per l'avvio e/o lo sviluppo d'impresе o per la ristrutturazione di queste o ancora per la trasmissione della proprietà;
- quelli che hanno come fine ultimo il conseguimento in un tempo medio-lungo di *capital gain* per remunerare i rischi assunti;
- quelli i cui investimenti riguardano principalmente titoli non quotati;
- ed infine quelli che possono offrire un aiuto attivo al *management* nelle aziende partecipate, attraverso le loro competenze professionali.

Per ciò che concerne il settore italiano nel mercato di capitale di rischio, l'AIFI identifica come investitori istituzionali i soggetti:

- che come mansione principale compiono investimenti all'interno di aziende sotto forma di capitale di rischio attraverso l'accettazione, la gestione e la dismissione di partecipazioni prevalentemente in società che non risultano quotate all'interno della Borsa;
- che hanno una partecipazione attiva nella gestione e nello sviluppo delle aziende partecipate pur senza assunzione della responsabilità imprenditoriale di quest'ultime.

All'interno di tale sede verranno presi in considerazione gli operatori finanziari specializzati a compiere investimenti di medio-lungo termine all'interno di imprese non quotate, che hanno come scopo prevalente la realizzazione di un guadagno in conto capitale al momento dello smobilizzo della partecipazione.

In relazione a tale funzione possiamo distinguere diversi operatori⁶⁸: le banche d'affari o le divisioni di banche commerciali, i fondi chiusi a carattere internazionale, i fondi chiusi a carattere locale, le società finanziarie ed infine gli operatori pubblici.

All'interno di queste categorie non troviamo solo investitori istituzionali, ma possiamo trovare anche società non finanziarie che operano all'interno del mercato di PE attraverso le controllate, esse si caratterizzano per essere imprese industriali di piccole dimensioni che investono in aziende minori, soprattutto per finalità di tipo strategiche, tale tipo di intervento prende il nome di *corporate venture*.

Una delle principali differenze risiede nell'approccio diverso che hanno i diversi operatori rispetto alla struttura organizzativa.

Per ciò che riguarda i fondi chiusi, il fondo è governato da parte di un *team* che ha conseguito capitali da parte di terzi in virtù di un rapporto di fiducia che si viene ad instaurare tra le controparti, la collaborazione tra queste risulta al primo posto, andando a

⁶⁸ G. Chesini; *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*; CEDAM; Padova; 2000.

creare un forte senso di responsabilità dovuto al confronto diretto tra il *management* del fondo e l'investitore stesso.

Altra caratteristica particolare dei fondi chiusi, rispetto agli altri finanziatori risiede nella presenza di un termine formale dell'attività di investimento, per i fondi chiusi si prevede sempre un termine preciso di scadenze, per smobilizzare gli investimenti e restituire le quote, questo fa in modo che l'attenzione sia posta sulla pianificazione temporale dei singoli affari.

Per ciò che concerne gli altri operatori possiamo riscontrare una flessibilità superiore in merito alle strategie dei singoli investimenti dovuta ad una meno rigorosa rigidità temporale alla quale dovranno attenersi, tutto ciò permette di poter decidere con maggior libertà il momento in cui effettuare il disinvestimento.

Un'altra differenza potrà riscontrarsi nell'analisi dell'operatività dei fondi locali rispetto a quelli fondi internazionali.

I fondi locali si presentano per due tipi quelli che incentrano la raccolta di risorse finanziarie tra altri investitori qualificati e quei soggetti che si rivolgono al mondo del pubblico risparmio in modo indistinto.

Nel primo caso siamo di fronte a fondi "specializzati" per cui si individuano un numero inferiore di sottoscrittori, ed il rapporto di rendimento-rischio sarà maggiore rispetto agli altri casi, a causa della consulenza professionale e settoriale offerta da parte dei fornitori nel capitale di rischio e del rapporto "di amicizia" che si instaura tra l'investitore ed il richiedente.

Invece, nel caso della raccolta rivolta al pubblico di risparmio, il rapporto de-personalizzato tra le parti e l'elevato senso di responsabilità tende a creare situazioni di investimento in cui il rischio è minore e di conseguenza anche la remunerazione finale sarà inferiore rispetto al primo caso.

Per ciò che concerne i fondi internazionali, questi operano attraverso la creazione di un *network* di *advisor* locali, solitamente questi si presentano con dimensioni ingenti e il loro operare agisce a livello macro regionale, continentale e in alcuni casi anche su scala mondiale, ricercando moli d'investimento nettamente superiori rispetto ad i fondi locali.

L'internazionalizzazione di tali fondi richiede che gli stessi siano conformi e rispettino gli *standard* riconosciuti a livello internazionale.

Continuando l'analisi dei diversi operatori è opportuno focalizzarci sul ruolo delle banche queste, come nel capitale di debito, possono avere un ruolo attivo anche nel mondo del PE e nel finanziamento d'impresе attraverso l'ausilio del capitale di rischio.

La letteratura⁶⁹ tende a differenziare quattro tipologie d'intervento da parte delle banche nei confronti dell'acquisto di partecipazioni all'interno d'impresе non quotate, non finanziate e non strumentali, esse sono: la negoziazione, il recupero crediti, il risanamento o il salvataggio ed infine l'investimento.

Le banche che optano per queste attività, denominata anche *merchant banking*⁷⁰, forniranno nei confronti delle impresе servizi differenziati rispetto al solo apporto di capitale di rischio, in tal modo le banche potranno sfruttare nel miglior modo possibile le informazioni privilegiate sulla situazione economica e finanziaria delle società partecipate e riusciranno così ad instaurare un rapporto fiduciario con l'imprenditore ed il *management*.

⁶⁹ P. Biffis; *La produzione bancaria*; Giappichelli Editore; Milano; 1995.

⁷⁰ ASSONEBB (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa); *Bankpedia, Merchant Bank*; <http://www.bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/21082-merchant-bank> :

“Istituzione finanziaria tipica del sistema bancario inglese, i cui originari principali compiti erano: l'accettazione di cambiali, l'emissione e il collocamento di prestiti e titoli, l'amministrazione di portafogli. Storicamente le banche mercantili si occupavano del commercio internazionale ed utilizzavano la loro conoscenza degli operatori per garantire le cambiali da questi emesse attraverso la concessione di un credito di accettazione, ricevendone in contropartita una commissione. Cambiali così accettate godevano di una maggiore fiducia e commerciabilità e potevano essere scontate sul mercato ad un tasso più favorevole. Il *merchant banking* è oggi conosciuto e sviluppato in tutti i paesi economicamente più avanzati e si caratterizza essenzialmente attraverso le seguenti attività: consulenza e assistenza nelle problematiche della finanza d'impresa; organizzazione delle operazioni per il reperimento di fondi, a titolo sia di capitale di rischio sia di capitale di credito, in favore di impresе; assunzione, anche mediante l'adesione a sindacati di collocamento e garanzia, di obbligazioni e azioni (e valori mobiliari in genere), normalmente in via temporanea e finalizzata al loro classamento, in particolare nel mercato ufficiale di borsa. Nel nostro Paese manca una disciplina specifica sul *merchant banking*. Alcune deliberazioni del CICR e della Banca d'Italia disciplinano la partecipazione degli enti creditizi alle società di *merchant banking*. In realtà, con l'entrata in vigore della l. 2.1.1991 n. 1 sulle SIM gran parte dell'attività di *merchant banking* tipica sembra rientrare in quella di intermediazione mobiliare come definita dalla legge citata. Si tenga tuttavia presente che attualmente l'attività di intermediazione finanziaria è disciplinata dal TUF (d.lg. 24,2.1998 n. 58), che ha abrogato la l. 2.1.1991 n. 1”.

Soprattutto in Italia, dagli anni ottanta in poi, tale categoria di finanziatori ha avuto un notevole sviluppo, infatti circa il 50% degli operatori di PE era rappresentato da parte delle banche, per poi avere una diminuzione intorno al 30% nel corso degli anni novanta. Con lo sviluppo dei fondi chiusi, spesso emessi da parte delle stesse banche, tale figura ha avuto un netto calo, ad oggi l'attività degli istituti creditizi nel PE è nettamente diminuita, così aumentando la scelta da parte delle imprese nei confronti di fondi specializzati.

Tra i diversi attori che precedentemente abbiamo citato ci sono anche le società finanziarie, queste costituiscono operatori differenti ed offrono servizi che possono distinguersi in⁷¹:

- finanziarie di emanazione privata ed industriale.
- finanziarie di emanazione pubblica;
- finanziarie collegate al sistema delle cooperative

Le finanziarie di natura privata, che non fanno parte di un gruppo di natura bancaria, si caratterizzano per essere *holding* industriali, le quali offrono i loro servizi solo nei confronti delle aziende facenti parte del gruppo. Il loro compito principale si concretizza nella consulenza di natura strategica, nella creazione di piani di ristrutturazione finanziaria e nella progettazione di collocazione di nuovi capitali.

A differenza di banche o di fondi mobiliari chiusi queste non sono soggette a rigidi vincoli temporali o quantitativi.

Le seconde, cioè le finanziarie di natura pubblica, si caratterizzano per uno scopo differente, il quale non consiste nella massimizzazione della remunerazione dell'investimento che hanno compiuto (come succede nel caso delle private) ma bensì nello sviluppo di settori precisi o aree geografiche predeterminate, conferendo in questo modo finanziamenti di equity alle imprese che rispondono a tali canoni. Tra questi operatori possiamo individuare le società finanziarie istituite attraverso leggi regionali o altri provvedimenti normativi volti a coadiuvare il finanziamento delle aziende.

⁷¹ G. Chesini; *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*; CEDAM; Padova; 2000.

Negli ultimi anni si sono sviluppati modelli di *partnership* pubblico-privato, questi si caratterizzano per essere interventi di natura pubblica che vedono la creazione in *partnership* con i privati di fondi di *venture capital*, col fine di ridurre quanto più possibile il rischio per gli investitori ed andando a creare un'influenza di due soggetti differenti all'interno di una stessa misura.

L'AIFI⁷² individua tre tipologie di metodi per incentivare gli operatori di natura privata nell'ambito di operazioni a capitale misto:

- il *pari passu*, una completa equiparazione tra gli operatori pubblici e quelli privati, entrambi i soggetti sopportano in egual misura il medesimo rischio di investimento e ripartiscono nel medesimo modo la remunerazione come prestabilito dalla quota sottoscritta nel fondo;
- il *down-side protection scheme*, è una condizione in cui un soggetto (solitamente quello pubblico) si accolla totalmente o parzialmente il costo delle perdite, lì dove l'investimento non dovesse mostrarsi profittevole;
- l'*up-side leverage scheme*, non c'è un'assunzione di uno degli operatori delle perdite, ma viene assicurata una profittevole ripartizione della remunerazione successiva dell'investimento. In questo caso i ricavi in conto capitale dell'operazione non sono suddivisi in modo proporzionale alle quote di sottoscrizione del fondo, ma saranno conferiti in via privilegiata nei confronti dell'operatore privato.

Le diverse operazioni di capitale misto si contraddistinguono per la distribuzione sproporzionata di costi e ricavi da parte dei due operatori, andando a ridurre il rischio per il privato ed aumentando i rendimenti.

Dopo aver effettuato un'analisi dei diversi operatori nel mercato del PE e delle loro caratteristiche generali, nel paragrafo successivo inquadreremo in maniera più dettagliata il principale strumento attraverso cui si effettuano investimenti in capitale di rischio: i fondi chiusi di investimento.

⁷² AIFI; *Libro Bianco: proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*; 2011.

1.9.1 I fondi mobiliari chiusi

Tra gli operatori professionali nel capitale di rischio, i fondi mobiliari chiusi d'investimento a livello mondiale simboleggiano lo strumento principale attraverso cui compiere investimenti nel capitale di rischio⁷³.

Si definiscono fondi chiusi in quanto, a differenza di quelli aperti, questi non permettono la possibilità di recuperare la propria quota investita in modo continuativo, ma solo alla scadenza del termine prefissato.

Ulteriore differenza può essere riscontrata nel rischio supportato da parte dell'investitore, questo sarà un rischio maggiore se riguarderà una partecipazione azionaria di PMI non quotate e quindi di non facile smobilizzo⁷⁴, motivo per cui la figura dell'investitore è rappresentata da un operatore professionale, individuale o istituzionale, in grado di accollarsi il rischio elevato, ovviamente il rischio così alto andrà ad essere equilibrato con una remunerazione maggiore al termine dell'operazione.

Per i motivi esposti poc'anzi i fondi chiusi rappresentano lo strumento più idoneo d'investimento per le aziende che ricercano risorse finanziarie per attuare i propri progetti di avvio, di crescita o di cambiamento.

I fondi chiusi sono la prassi maggiormente utilizzata sia a livello nazionale che a quello internazionale.

Nell'esperienza internazionale, una prima classificazione li suddivide in due categorie: i fondi indipendenti, i quali sono gestiti da parte di professionisti; ed i fondi *captive*, i quali vengono lanciati e gestiti da parte di banche, gruppi industriali o altre entità⁷⁵.

Inizialmente gli operatori di *captive*, erano gli operatori prevalenti all'interno del mercato del PE, mentre ad oggi hanno assunto un ruolo primario gli operatori indipendenti, questo

⁷³ A. Gervasoni; *I fondi di investimento*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2000.

⁷⁴ I fondi aperti effettuano soprattutto finanziamenti in titoli azionari od obbligazionari quotati all'interno dei mercati regolamentati.

⁷⁵ Z. Block, I. MacMillan; *Corporate Venturing*; Harvard Business School Press, Boston; 1993.

perché sempre un maggior numero di *manager* si sono distaccati dalle istituzioni in cui hanno maturato una certa esperienza ed hanno iniziato ad operare autonomamente⁷⁶.

Nel caso degli operatori indipendenti, la società di gestione che si occupa dell'emanazione e organizzazione del fondo raccoglie le risorse direttamente all'interno del mercato.

All'interno del quadro italiano, l'emanazione del Testo Unico della Finanza (1998) ha profondamente modificato la normativa in merito ai fondi mobiliari chiusi all'interno del nostro mercato. Il TUF ha reso la regolamentazione molto più affine a quella internazionale, migliorando la regolamentazione e determinando i criteri generali a cui devono uniformarsi i fondi comuni.

Altro provvedimento che deve essere ricordato è sicuramente il Regolamento della Banca d'Italia del 1° luglio 1998, che ha ridotto ad 1 milione di euro la dimensione minima del patrimonio richiesto per la costituzione delle SGR⁷⁷. L'abbassamento della soglia ha reso meno onerosa la possibilità di costituire società di gestione, avvicinando il nostro ordinamento con quello europeo, ma soprattutto ponendo l'attenzione sulla qualità e professionalità dei gestori e non sulla quantità di capitale presente.

L'art. 37 del TU delegato da parte del Ministro del Tesoro⁷⁸, nell'ambito della "Struttura dei fondi comuni d'investimento", delinea il quadro generale italiano per la creazione dei fondi ed in particolare all'art. 37 le diverse norme a cui devono uniformarsi i diversi fondi comuni d'investimento, sentite le due autorità CONSOB e Banca d'Italia.

In *primis* viene analizzato l'oggetto dell'investimento, all'art. 4 viene stabilito che le SGR hanno la capacità di istituire fondi d'investimento il cui patrimonio, delineato al secondo comma, è rappresentato nei seguenti beni:

- a) strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato;
- b) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato;
- c) depositi bancari di denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;

⁷⁶ Banca d'Italia; *Questioni di economia e finanza, Il private equity in Italia*; occasional paper; Febbraio 2009.

⁷⁷ Società di Gestione del Risparmio.

⁷⁸ Decreto del Ministro del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999, (modificato da ultimo dal DM 14/10/05 n. 256 – G.U. n. 295 del 20/12/05).

- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

All'interno del III Titolo, vengono specificate le diverse tipologie di fondo compiendo una diversificazione tra fondi aperti e fondi chiusi, nel dettaglio all'art. 12-bis sono sanciti tra i fondi chiusi i fondi immobiliari.

Al terzo comma dell'art. 12-bis, viene sancito che “La sottoscrizione delle quote del fondo immobiliare o delle quote di un comparto del fondo stesso può essere effettuata, ove il regolamento del fondo lo preveda, sia in fase costitutiva che in fase successiva alla costituzione del fondo, mediante conferimento dei beni di cui all'articolo 4, comma 2, lettera *d*. Il fondo immobiliare nel caso di conferimenti deve:

- a) acquisire, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, un'apposita relazione di stima elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti di cui all'articolo 17, comma 10, del presente regolamento. Il valore attestato dalla relazione di stima non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento;
- b) acquisire la valutazione di un intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità e la redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento svolta dal fondo medesimo. Detta valutazione può essere predisposta dal soggetto incaricato della stima di cui alla lettera a) del presente comma nel caso in cui questi possieda i necessari requisiti professionali”.

Per quanto riguarda la modalità di partecipazione al fondo chiuso essa potrà avvenire attraverso la sottoscrizione delle quote del fondo o delle quote di un comparto di quest'ultimo, o attraverso il versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione.

I versamenti dovranno essere effettuati entro il termine prestabilito nel regolamento del fondo e le quote di partecipazione dovranno essere rimborsate alla scadenza del termine, ma potranno essere rimborsate anche anticipatamente.

Al sesto comma dell'art. 16 viene prestabilita la possibilità di ottenere una proroga sul termine, solo lì dove sia presente tale opportunità nel regolamento e venga fatta richiesta da parte della SGR che venga approvato da parte della Banca d'Italia. La proroga non potrà avere mai una durata superiore ai tre anni e verrà acconsentita da parte della Banca d'Italia per permettere il completamento dello smobilizzo degli investimenti.

L'art. 37 sopra citato prevede, invece, la possibilità di stabilire attraverso un apposito regolamento “i casi in cui è possibile derogare alle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite da Banca d'Italia, avendo riguardo anche alla qualità e all'esperienza professionale degli investitori”.

Tutto ciò consente di rivolgersi direttamente ad operatori qualificati e non al pubblico in forma indifferenziata, permettendo una maggiore flessibilità all'operato del fondo, ciò è riconosciuto nei confronti di:

- imprese d'investimento, banche, agenti di cambio, SGR, SICAV⁷⁹, fondi pensione, imprese di assicurazione, società finanziarie capogruppo di gruppi bancari ed infine i soggetti iscritti negli elenchi prestabiliti da parte del Testo Unico Bancario grazie ad un'autorizzazione della Banca d'Italia;
- soggetti esterni autorizzati a svolgere, in base ad una normativa vigente nel proprio paese, la medesima attività degli operatori sopracitati;
- fondazioni bancarie;
- persone fisiche o giuridiche che dichiarino espressamente per iscritto, attraverso un'autodichiarazione od una sottoscrizione del rappresentante legale, di essere in possesso di capacità ed esperienza nell'ambito di operazioni in strumenti finanziari.

Possiamo concludere che la volontà, del Decreto del Ministro del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999, sia quella di ricercare una maggior flessibilità all'interno delle politiche di investimento italiane.

⁷⁹ Società d'Investimento a Capitale Variabile.

1.10 Gli aspetti legali delle operazioni di investimento nel capitale di rischio

I profili di diritto coinvolti nel corso delle operazioni d'investimento di venture capital e private equity sono numerosi, ad esempio già nel corso della fase di *due diligence*, possiamo evincere diverse tipologie di diritto; tra quelli più rilevanti bisogna sicuramente ricordare gli aspetti di diritto societario, di diritto amministrativo, di diritto del lavoro, di diritto della proprietà intellettuale e di diritto della concorrenza, ma questi come già detto sono solo alcuni dei profili di diritto che possiamo rinvenire nel corso di un'operazione di PE.

In questa sede la nostra attenzione si focalizzerà principalmente sulla fase preparatoria dell'operazione, sull'avvio della trattativa e sul valore giuridico d'attribuire alla "lettera d'intenti", di cui abbiamo già parlato nei paragrafi precedenti.

La redazione e la sottoscrizione della lettera d'intenti possono essere considerati come il primo momento "formale" che si instaura tra le controparti.

La lettera d'intenti rappresenta un documento sottoscritto dalle parti nella fase preliminare della trattativa, con lo scopo di sancire i principi generali sia del loro rapporto sia dell'operazione, da cui successivamente prenderanno le mosse le negoziazioni successive.

La lettera di intenti non possiede una fattispecie tipica all'interno del nostro quadro giuridico ed il valore legale della stessa può variare da caso a caso, il tutto dovrà basarsi sugli intenti che le parti abbiano voluto manifestare con la sottoscrizione di tale documento.

Per questi motivi, risulta fondamentale che al momento della sottoscrizione le parti abbiano chiarito quale sia lo scopo che si predispongono con la compilazione della medesima. L'esperienza pratica insegna che gli scopi delle controparti sono nella totalità dei casi differenti, una controparte sottoscrive il documento con la volontà di renderlo vincolante, l'altra non riconosce il vincolo nello stesso⁸⁰.

⁸⁰ G. Capecchi; *Il valore giuridico delle lettere di intenti*; Diritto del Commercio Internazionale; Milano; 2001.

Un errore che non deve essere commesso è quello di focalizzarsi sul *nomen iuris*, cioè la denominazione che le parti hanno attribuito al documento della lettera d'intenti, questo potrà essere utilizzato per un'interpretazione complessiva ma sarà sempre il contenuto della lettera a delimitare la qualificazione giuridica d'attribuire al documento.

Avendo sopra definito che possono essere molteplici le categorie a cui si può ricondurre la lettera d'intenti, andiamo ora ad analizzare quali sono le più frequenti⁸¹. Tra queste possiamo trovare il patto d'onore, all'interno del quale entrambe le parti hanno inteso negare qualsiasi tipo di vincolo giuridico al documento, questa categoria viene raramente utilizzata in quanto non conveniente per nessuna delle controparti.

Un altro valore che può essere attribuito alla lettera è quello di documento volto ad assicurare od una procedura particolare per il processo successivo di negoziazione o alcuni termini essenziali per la successiva negoziazione definiti anticipatamente all'interno di una fase della trattativa già effettuata o, come frequentemente succede, una combinazione di entrambe.

Un'ulteriore valore che può essere conferito è quello di documento, al di là del tipo di denominazione dato al medesimo, che contenga già tutti gli elementi essenziali del contratto che le parti hanno intenzione di stipulare, assumendo in questa circostanza la figura di un vero e proprio contratto preliminare.

Infine l'ultima fattispecie che può essere assegnata alla lettera di intenti è quella di documento che posseda tutti gli elementi sia essenziali che accessori, assumendo così il valore di un contratto definitivo, dando in questo modo alla controparte non inadempiente la possibilità agire per la risoluzione del contratto o per il risarcimento del danno.

Ovviamente, in tutti questi casi, il valore che verrà attribuito dovrà essere specificato in maniera chiara, precisa e inequivocabile dalle parti, al momento della stessa sottoscrizione della lettera.

Inoltre nei casi di fissazione dei principi generali del processo negoziale o di intese già realizzate, i comportamenti delle parti dovranno essere improntati nel corso delle trattative al rispetto del principio di "buona fede", delineato nell'ordinamento italiano all'interno

⁸¹ A. Gervasoni, *op. cit.*

dell'art. 1337 del codice civile: “Le parti nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede.”

Uno dei problemi più frequenti è la conseguenza giuridica da attribuire alla lettera di intenti, al di là dei casi in cui a questa sia accordato una valenza contrattuale, la dottrina si è più volte interrogata sulla natura della responsabilità, contrattuale o extra-contrattuale, da imputare al soggetto che violi successivamente il precetto contenuto nel documento.

La giurisprudenza è orientata ad attribuire il valore di una responsabilità extra-contrattuale, mentre per quel che riguarda l'orientamento della dottrina l'aspettativa che si viene a creare deve riguardare la previsione di un comportamento leale e trasparente da parte dell'interlocutore nel corso della fase di trattativa precontrattuale.

Tutto ciò significa che la parte che abbia l'intenzione di recedere lecitamente senza avere conseguenze dalla trattativa già avviata dovrà manifestare tale volontà alla controparte, individuando le modalità inequivoche, chiare e trasparenti con cui intende riservarsi tale diritto in modo tale che la controparte possa essere a conoscenza fin da subito di tale possibilità.

Oltremodo, se quasi sempre gli effetti di una lettera di intenti verranno inquadrati nell'ambito della responsabilità precontrattuale, nel caso di violazione dei doveri di lealtà e trasparenza nella conduzione delle trattative potranno riscontrarsi ugualmente doveri di responsabilità precontrattuale, a prescindere dalla sottoscrizione della lettera di intenti, essendo il rispetto di tali doveri principi generali di comportamento che le parti sono tenute ad osservare.

Dopo aver definito in generale l'applicazione del principio di responsabilità precontrattuale, è doveroso in questa sede individuare quali sono i soggetti tenuti ad attenersi a tale obbligo comportamentale.

Tra questi troviamo senz'altro coloro che costituiranno le parti sostanziali del negozio definitivo, è invece in dubbio se tra tali soggetti possano inquadarsi anche terzi che partecipano a vario titolo alla fase della trattativa.

La dottrina prevalente⁸² si è pronunciata a favore della partecipazione dei terzi, quindi anche tali soggetti sono tenuti al rispetto dei principi di trasparenza e buona fede, in quanto partecipanti alla trattativa anche se non destinati ad essere parte del successivo contratto. Ora è necessario analizzare come avvenga la determinazione del danno risarcibile, nel caso di responsabilità extra-contrattuale definita all'interno dell'art. 2043 c.c. l'onere probatorio, cioè l'onere di dimostrare che ci sia stato un inadempimento od una violazione degli obblighi comportamentali, spetterà alla parte che richiede lo stesso risarcimento che dovrà determinare sia l'esistenza che l'ammontare del danno subito⁸³.

L'art. 1338 c.c. delinea il caso di violazione dei doveri generali di buona fede, esso prevede che "La parte che, conoscendo o dovendo conoscere l'esistenza di una causa di invalidità del contratto, non ne ha dato notizia all'altra parte è tenuta a risarcire il danno da questa risentito per avere confidato, senza sua colpa, nella validità del contratto", obbligando così la parte inadempiente al risarcimento dei danni subiti per aver confidato nella validità del contratto.

Per la dottrina dominante nella determinazione del danno rientreranno anche i costi sostenuti nel corso della trattativa e le perdite che risulteranno dalla mancata occasione o dalla possibilità di concludere altri affari con altri soggetti.

Nel caso in cui sia stato definito all'interno della lettera di intenti un testo contrattuale a tutti gli effetti ed una delle controparti dovesse sottrarsi a quanto sottoscritto, la parte non inadempiente potrebbe agire secondo l'art. 1453 del Codice civile⁸⁴, che prevede la possibilità di ottenere l'adempimento coattivo di quanto previsto nel contratto stesso oltre l'eventualità del risarcimento dei danni.

⁸² F. Benatti; *La responsabilità Precontrattuale*; Enciclopedia Giuridica, XXVII, Roma; 1991.

⁸³ Cassazione Civile; 10 agosto 2002; n. 12147.

⁸⁴ **Art. 1453 Codice civile** Risolubilità del contratto per inadempimento: "Nei contratti con prestazioni corrispettive, quando uno dei contraenti non adempie le sue obbligazioni, l'altro può a sua scelta chiedere l'adempimento o la risoluzione del contratto, salvo, in ogni caso, il risarcimento del danno. La risoluzione può essere domandata anche quando il giudizio è stato promosso per ottenere l'adempimento; ma non può più chiedersi l'adempimento quando è stata domandata la risoluzione. Dalla data della domanda di risoluzione l'inadempiente non può più adempiere la propria obbligazione."

Durante le operazioni di private equity acquisiscono un'importanza rilevante le informazioni che i venditori mostrano ai potenziali investitori al fine di convincerli ad effettuare l'operazione a suo favore. Queste informazioni che vengono condivise possono essere estremamente sensibili e riguardanti aspetti della società che non sono di conoscenza pubblica, a causa di tali motivi sorge l'obbligo di confidenzialità delle informazioni acquisite nel corso delle operazioni.

L'obbligazione di confidenzialità viene inserita all'interno della lettera di intenti, a prescindere dal valore contrattuale che le parti abbiano voluto attribuire a quest'ultima, essa avrà una valenza contrattuale a tutti gli effetti nei confronti delle informazioni scambiate in tutte le fasi della trattativa.

Non è inusuale, che il venditore presenti un *Information Memorandum*, ovvero un documento contenente dati e informazioni relativa allo *status* patrimoniale, economico e finanziario dell'impresa, con l'aggiunta di una prospettiva sulla situazione di mercato in cui opera.

La confidenzialità si caratterizza per l'obbligo di considerare riservate tutte le informazioni ricevute o acquisite nel corso delle trattative e nell'obbligo di restituzione della documentazione ricevuta nel caso in cui la negoziazione non dovesse andare a buon fine.

La violazione di tale dovere implicherà un obbligo di risarcimento in capo alla parte inadempiente, l'azione risarcitoria potrà essere richiesta solo lì dove sia possibile dimostrare in modo inconfutabile l'abusivo utilizzo delle informazioni scambiate, per questo motivo frequentemente viene prevista una specifica clausola penale nel caso di violazione, come prestabilito da parte dell'art. 1382 Codice civile⁸⁵.

Un'ulteriore vincolo che può essere previsto da parte della lettera di intenti è la clausola di esclusività, questa rappresenta l'impegno assunto da parte delle controparti di non

⁸⁵ **Art. 1382 Codice civile** Effetti della clausola penale: "La clausola, con cui si conviene che, in caso d'inadempimento o di ritardo nell'adempimento, uno dei contraenti è tenuto a una determinata prestazione, ha l'effetto di limitare il risarcimento alla prestazione promessa, se non è stata convenuta la risarcibilità del danno ulteriore. La penale è dovuta indipendentemente dalla prova del danno."

avviare o proseguire, per un periodo di tempo prestabilito, trattative con altri soggetti con riguardo alla società o al complesso aziendale oggetto di trattativa.

Tale obbligazione avrà egual valenza sia nei confronti degli investitori istituzionali sia per il venditore, che nel caso specifico non potrà effettuare nessuna trattativa con altri operatori.

Nella prassi è sempre più frequente l'utilizzo di tale clausola, soprattutto per l'elemento temporale, in quanto tale previsione impone una specifica tempistica per compiere l'operazione al prospettato acquirente. Nel caso in cui la trattativa non dovrebbe terminare nel migliore dei modi, potrà essere previsto un obbligo risarcitorio per le spese sostenute ed un'eventuale ristoro per le occasioni perdute a causa dell'obbligo.

1.10.1 La struttura dell'operazione di LBO: la riforma del diritto societario e l'art. 2501-bis Codice civile

La struttura più utilizzata per le operazioni di PE è quella del *leveraged buy-out* (LBO).

Una volta che sia intervenuta l'acquisizione da parte della *newCo* dell'impresa *target*, si procederà per la fusione con questa ultima.

Prima della riforma societaria, l'operazione di LBO è stata fortemente criticata da parte della dottrina, in *primis* per l'asserita violazione dell'art. 2358 Codice civile, che al primo comma delinea: "La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo".

La critica prendeva le mosse dall'utilizzo di negozi giuridici e atti giuridici, che se compiuti singolarmente sono del tutto legali, ma effettuando una valutazione complessiva ed unitaria dell'operazione questa veniva posta per frodare la legge e aggirare l'art. 2358 del Codice civile.

Per contrastare le critiche dottrinali sono stati effettuati alcuni interventi legislativi, tra questi bisogna menzionare la Legge n. 366/2001 che prevede all'art. 7 il principio per cui "La riforma della disciplina della trasformazione, fusione e scissione è ispirata ai seguenti

principi e criteri direttivi: [...] (d) prevedere che le fusioni tra le società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto d'acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-*quater* del Codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del Codice civile”.

In questa sede ci concentreremo sull'analisi dell'art. 2501-*bis* del Codice civile rubricato “Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”, introdotto a seguito della riforma da parte del D. Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003.

L'articolo sopracitato dispone che “Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-*ter* deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-*quinquies* deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-*sexies*, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata una relazione (del soggetto incaricato della revisione legale dei conti) della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-*bis*.”

Esaminando dettagliatamente quanto previsto dalla norma, possiamo notare che non viene specificato se sia la società *newCo* o la società *target* ad effettuare l'incorporazione dell'altra, per questo dobbiamo ammettere entrambi i casi d'incorporazione⁸⁶.

⁸⁶ Nel caso in cui sia la società *target* ad incorporare la *newCo*, si parla di fusione c.d. “inversa” o *reverse merger*.

Grazie all'introduzione degli artt. 2501-*bis* e ss. diventano lecite tutte le operazioni di LBO, che in passato sono state criticate da parte della dottrina, non solo nel caso di acquisizione totalitaria ma anche nella fattispecie in cui l'indebitamento sia stato effettuato per acquisire il solo "controllo" di un'altra società.

Al secondo comma, l'art. 2501 c.c., prevede che siano indicate le risorse finanziarie necessarie per il soddisfacimento delle obbligazioni sociali risultanti dalla fusione, quanto trascritto pone due problemi di natura interpretativa.

Un primo problema può essere riscontrato nella difficoltà interpretativa del termine "*risorse finanziarie*", avendo il legislatore attribuito un significato ampio a tale termine possono essere individuate in questa categoria sia i flussi di cassa generabili da parte della *target* attraverso la propria attività, sia i proventi di eventuali operazioni straordinarie.

Per quanto riguarda il secondo problema, questo corrisponde all'interpretazione delle obbligazioni, nello specifico quali tipi di obbligazione il legislatore abbia voluto includere nel soddisfacimento del progetto di fusione. La determinazione del requisito di soddisfacibilità dovrà riguardare sia l'indebitamento corrente sia le passività a medio/lungo termine.

Il terzo comma dell'art. 2501-*bis* c.c. menziona la relazione degli amministratori delle società partecipanti alla fusione, la quale deve essere redatta secondo le modalità previste da parte dell'art. 2501-*quinquies*, la relazione dovrà contenere le giustificazioni dell'operazione di indebitamento, le ragioni del piano economico e di quello finanziario, con la dettagliata descrizione delle risorse finanziarie che saranno utilizzate ed infine gli obiettivi che si intendono raggiungere.

Il principio a cui dovrà ispirarsi la redazione del documento è quello della "ragionevolezza", come criterio da seguire al momento in cui viene inquadrata la situazione economica e finanziaria della società, perché proprio la "ragionevolezza" che muove l'intera operazione andrà a giustificare l'intera operazione successiva.

All'interno del quarto e del quinto comma dell'articolo sopracitato, viene prevista una relazione redatta da parte di esperti, la suddetta dovrà attestare la "ragionevolezza" delle indicazioni fornite all'interno del progetto di fusione, ed inoltre che il progetto contenga

anche una relazione effettuata da parte della società di revisione contabile, che si occupi o della revisione della società obiettivo o della società acquirente.

Per ciò che riguarda la relazione della società di revisione, essa rappresenta una attestazione della “correttezza”, secondo quanto prestabilito da parte dei principi contabili e dai dati forniti da parte degli amministratori all’interno del progetto stesso di fusione, senza entrare nel dettaglio della “ragionevolezza” dell’operazione stessa; sarà invece possibile individuare nella relazione degli esperti⁸⁷ una vera e propria attestazione di “ragionevolezza” dell’intera operazione. Gli esperti nominati da parte del Tribunale non saranno partecipanti diretti delle valutazioni, che avranno necessariamente un carattere di tipo imprenditoriale, l’attestazione di ragionevolezza degli esperti si limiterà ad una sostanziale valutazione dei criteri di prudenzialità ai quali gli amministratori si siano o meno attenuti al momento della redazione del piano economico-finanziario e del progetto dell’operazione.

⁸⁷ La relazione degli esperti deve essere redatta secondo quanto prestabilito da parte dell’**art. 2501-sexies del Codice civile (Relazione degli esperti)**: “Uno o più esperti per ciascuna società redigono una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi:

- a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;
- b) le eventuali difficoltà di valutazione.

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull’adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull’importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

L’esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell’articolo 2409-bis e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l’esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni.

Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica.

L’esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell’articolo 64 del codice di procedura civile.

Ai soggetti di cui ai precedenti terzo e quarto comma è altresì affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell’articolo 2343.

La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all’unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna società partecipante alla fusione”.

Nel caso in cui non siano rispettati i criteri formali di ragionevolezza del piano economico-finanziario, e tale “irragionevolezza” dovesse manifestarsi attraverso l’insolvenza della società, verrebbe meno la scriminante del rispetto dei requisiti formali prevista da parte del nuovo art. 2501-*bis* c.c., considerando in questo modo illegittimo l’intero negozio.

Nell’infelice caso in cui la società successivamente alle formalità predisposte da parte dell’art.2501-*bis* c.c. dovesse essere dichiarata insolvente, cioè incapace di adempiere alle obbligazioni contratte, non potrà invalidare l’intera operazione di LBO svoltasi legittimamente, ma soprattutto anteriormente allo *status* d’insolvenza.

Essendo presenti tutti i requisiti previsti per il tipo d’operazione al momento dell’attuazione di quest’ultima, non potrà essere individuato un fine illecito nei negozi posti in essere, ma semplicemente una sfortuna sull’esito dell’operazione che oltre ad essere molto delicata presenta un elevato tasso di rischio.

1.11 Analisi del Mercato Italiano

Analizzando i dati di mercato resi pubblici da parte dell’AIFI, si evince che per l’anno 2016: “A livello di dati relativi al mercato italiano, nel 2016 è stato raggiunto l’ammontare investito più alto di sempre, grazie a numerose operazioni di dimensioni significative, realizzate prevalentemente da operatori internazionali, mentre il numero di investimenti è leggermente calato. La raccolta ha visto un rallentamento rispetto all’anno precedente, quando alcuni dei principali fondi domestici avevano realizzato un *closing*. I disinvestimenti, infine, hanno continuato il trend di crescita in termini di ammontare, mentre è diminuito il numero di exit”⁸⁸.

Entrando nel dettaglio dell’analisi è possibile ricavare le seguenti variazioni: Il reperimento di capitali sul mercato finanziario italiano e internazionale da parte di operatori indipendenti è passato da 2.487 milioni di Euro nel 2015 a 1.313 milioni, registrando una diminuzione del 47% rispetto all’anno precedente (vedi **Grafico 1**).

⁸⁸ AIFI; *Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt*; anno 2016. https://www.datocms-assets.com/45/1495015933-mercatoitaliano2016_low-def-pdf?ixlib=rb-1.1.0.

Gli operatori che hanno effettuato attività di raccolta nel 2016 sono stati 16, stesso numero dell'anno precedente, 13 di questi sono SGR che gestiscono fondi chiusi di diritto italiano, ai quali è possibile attribuire il 77% dei capitali raccolti sul mercato nel corso dell'anno (1.011 milioni di Euro) (**Grafico 2**).

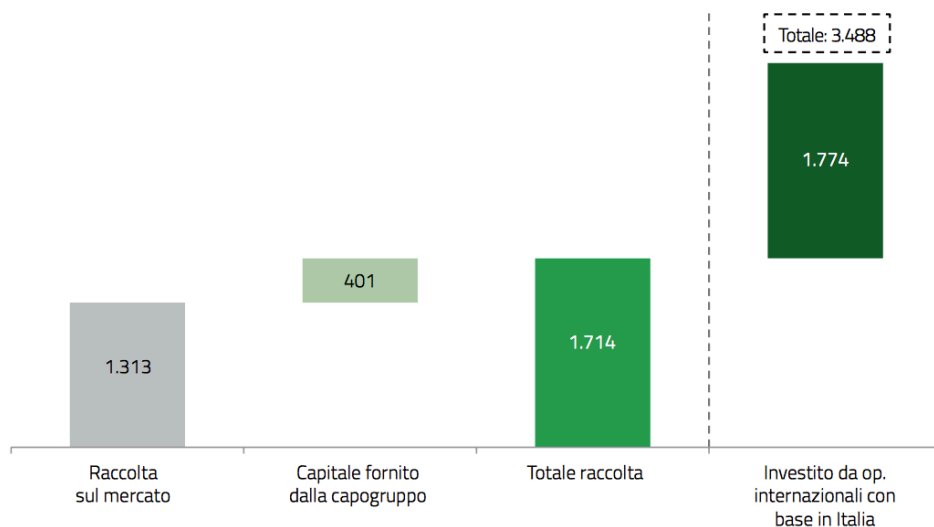


Grafico 1 fonte www.aifi.it

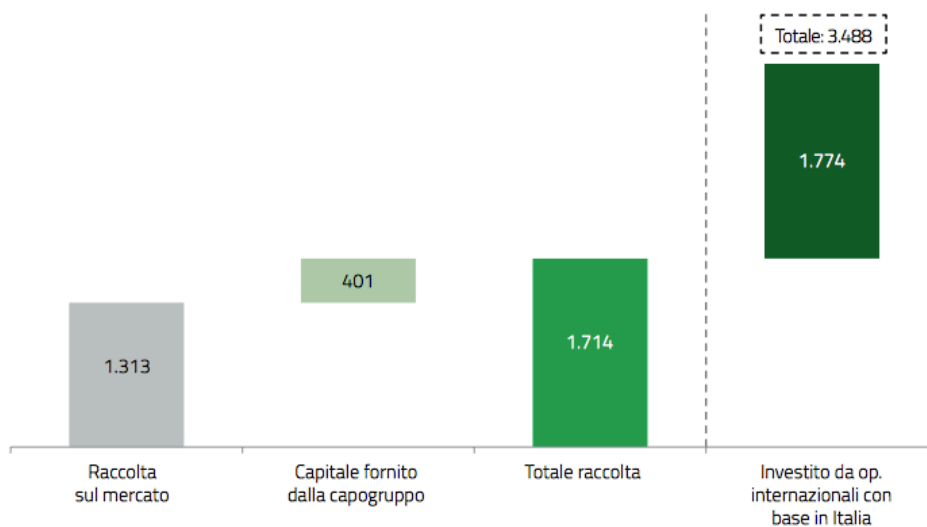


Grafico 2 fonte www.aifi.it

Nel corso del 2016 sono state registrate sul mercato italiano del private equity e venture capital 322 nuove operazioni, distribuite su 245 società, per un valore pari a 8.191 milioni di Euro, corrispondente ad un incremento del 77% rispetto all'anno precedente. La maggior parte delle operazioni effettuate sono di grande dimensione e sono state realizzate soprattutto da operatori internazionali, registrando il valore più alto mai registrato nel mercato italiano. Il numero di operazioni, invece, rispetto al 2015 ha visto un calo del 6% **(Grafico 3)**.

Nel 2016 i buy out hanno continuato a rappresentare l'intervento verso il quale è confluito la maggior parte delle risorse (5.772 milioni di Euro), seguiti dal segmento delle infrastrutture (942 milioni di Euro) e dall'*expansion* (710 milioni di Euro), entrambi caratterizzati da alcune operazioni di dimensioni significative.

Invece, in termini di numero, con 128 investimenti realizzati, l'*early stage* si è posizionato ancora una volta al primo posto, seguito dal buy out (98 operazioni), mentre le operazioni di *expansion* sono state solo 67. **(Grafico 4)**

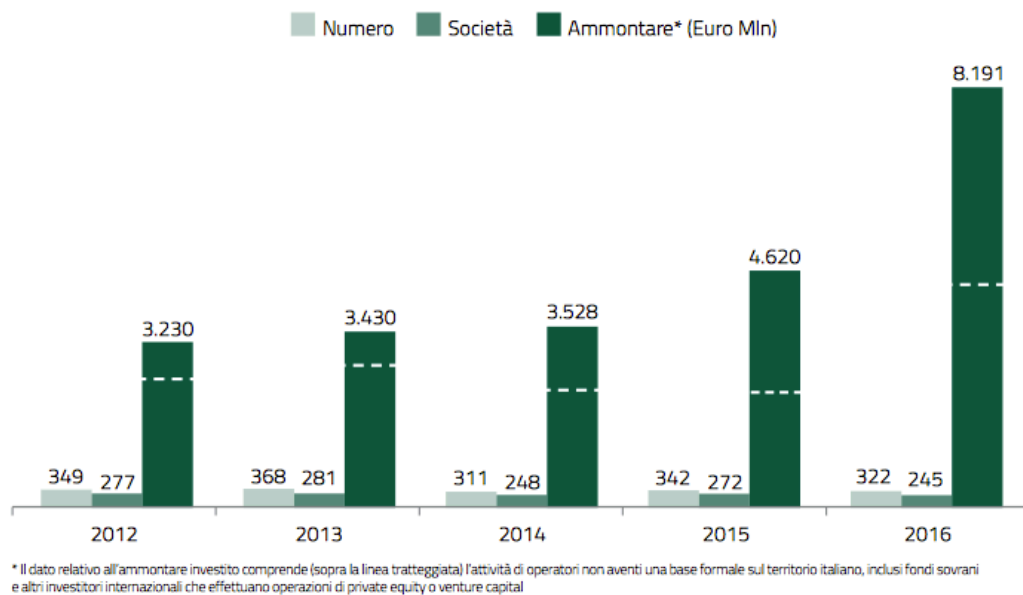


Grafico 3 fonte www.aifi.it

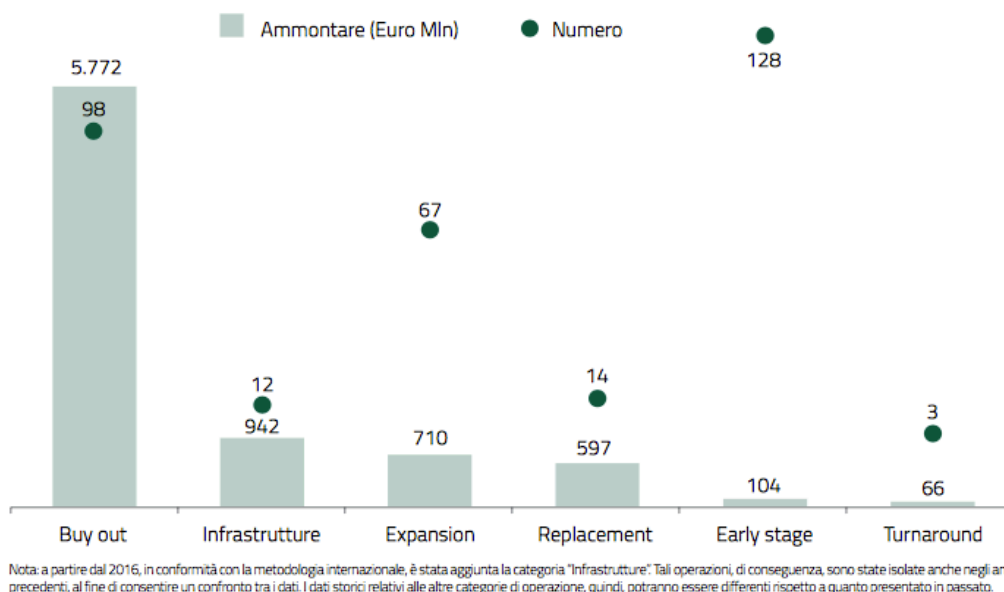


Grafico 4 fonte www.aifi.it

Analizzando i singoli segmenti di mercato, il comparto dell'*early stage* ha evidenziato una crescita sia in termini di numero di operazioni, passate da 122 nel 2015 a 128 nel 2016 (con un incremento del 5%), sia dell'ammontare investito, passato da 74 milioni nel 2015 a 104 milioni nel 2016 (+39%) (**Grafico 5**).

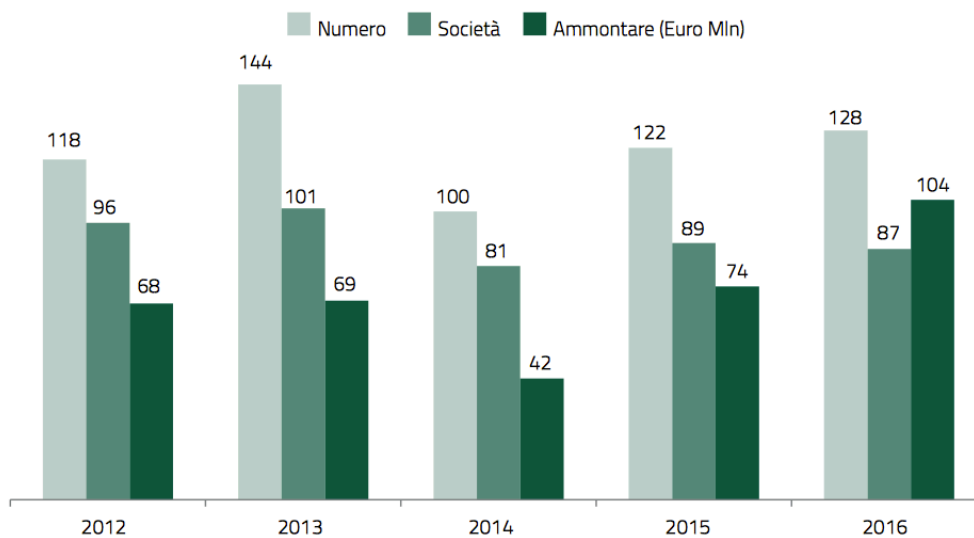


Grafico 5 fonte www.aifi.it

Il segmento del turnaround nel 2016, come negli anni precedenti, ha mantenuto un ruolo di nicchia, con la realizzazione di soli 3 investimenti, contro i 4 del 2015, mentre l'ammontare è passato da 64 a 66 milioni di Euro (**Grafico 6**).

Le risorse investite nel comparto del *replacement* sono state pari a 597 milioni di Euro, una piccola crescita rispetto ai 494 milioni investiti nel 2015. In termini di numero, ci sono stati solo 14 investimenti, contro i 33 dell'anno precedente, caratterizzati da alcune operazioni realizzate nell'ambito di una strategia di *spin-off* di un primario operatore bancario (**Grafico 7**).

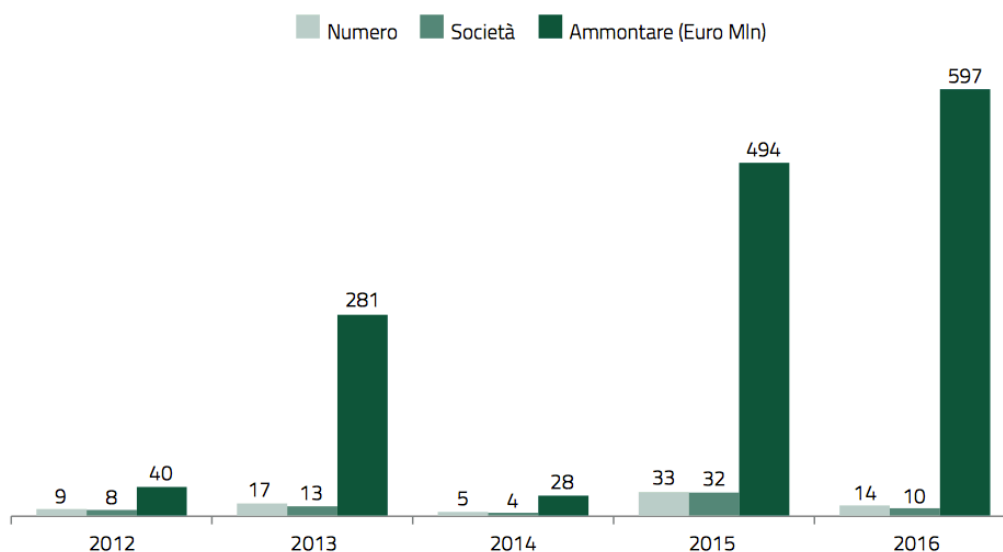


Grafico 6 fonte www.aifi.it

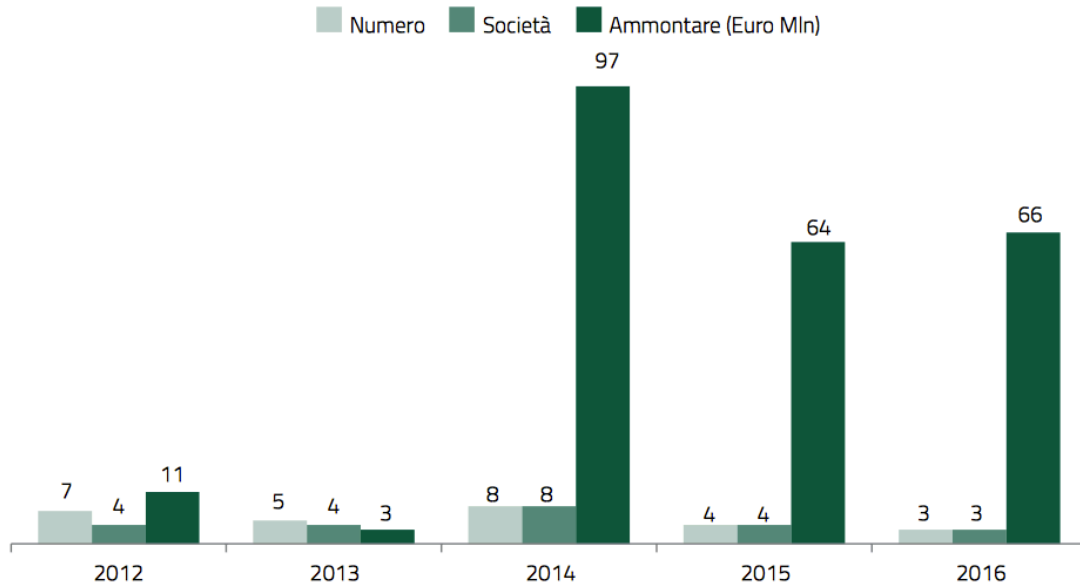


Grafico 7 fonte www.aifi.it

Nel 2016 l'ammontare disinvestito ha raggiunto la quota di 3.656 milioni di Euro, vedendo una crescita del 26% rispetto ai 2.903 milioni registrati l'anno precedente. In termini numerici, invece, si sono registrate 145 dismissioni, segnando un calo del 19% rispetto alle 178 registrate nel 2015. **(Grafico 8)**.

Per quanto concerne le modalità di cessione delle partecipazioni, in termini di ammontare **(Grafico 9)** la vendita ad altri operatori di private equity ha rappresentato il canale di disinvestimento preferito (1.993 milioni di Euro), con un'incidenza del 54%, seguita dalla cessione a soggetti industriali (*trade sale*), con un peso del 34% (1.228 milioni di Euro).

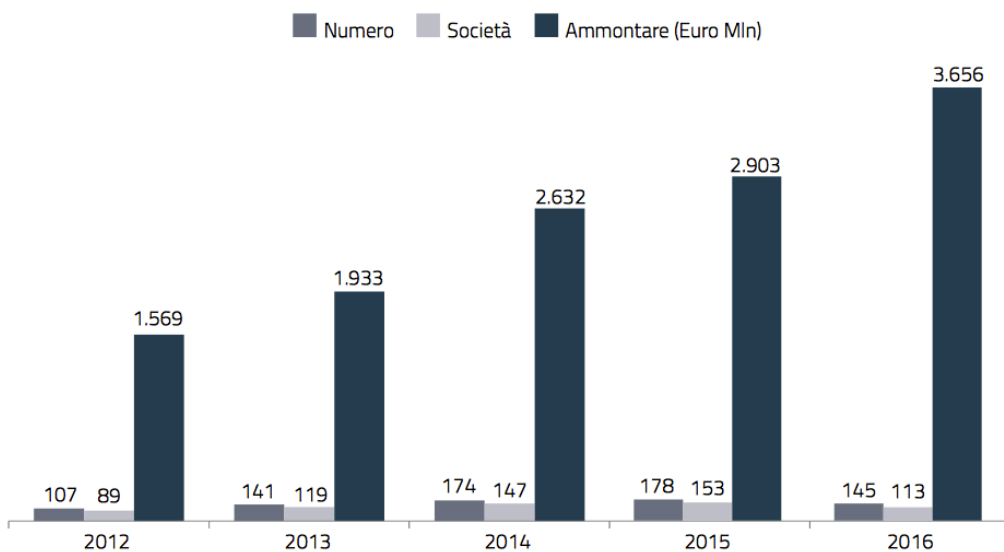


Grafico 8 fonte www.aifi.it

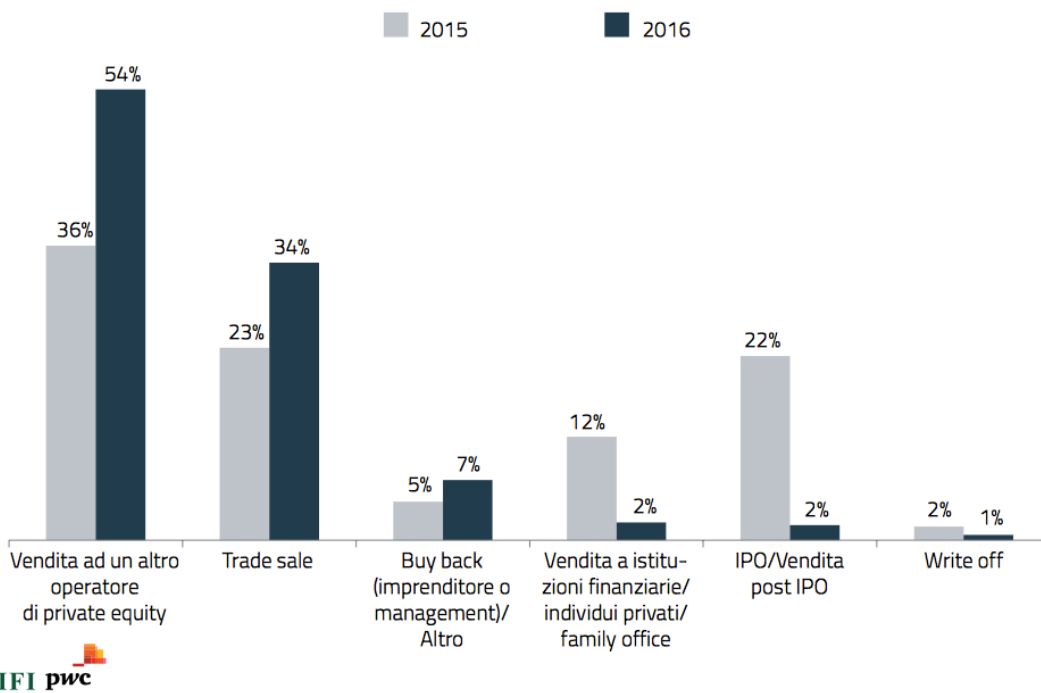


Grafico 9 fonte www.aifi.it

Da ultimo, incrociando il numero di disinvestimenti con la tipologia di investimento originario (**Grafico 10**), emerge come il maggior numero di dismissioni sia riconducibile ad operazioni di *buy out* (38%), seguite dagli *expansion* (37%) e dagli *early stage* (19%).

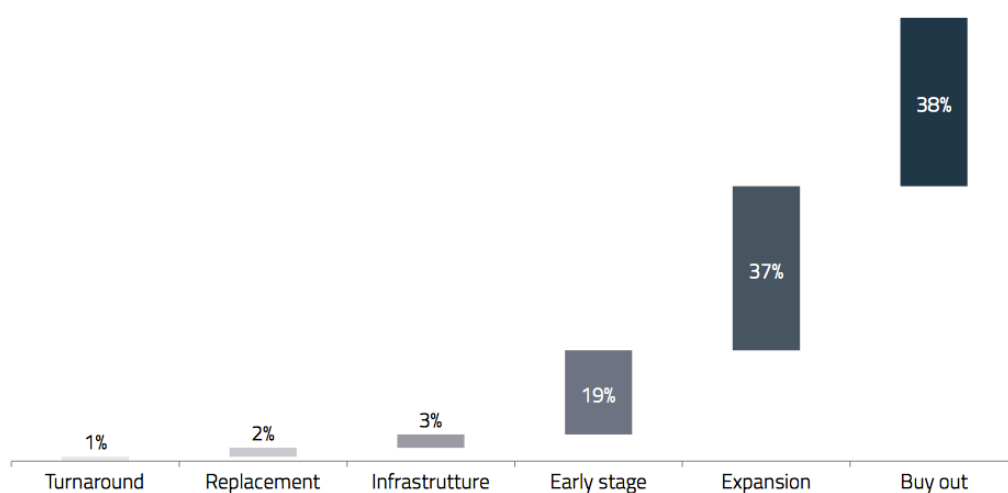


Grafico 10 fonte www.aifi.it

Capitolo secondo

Il turnaround come soluzione alla crisi d'impresa

2.1 Introduzione del fenomeno

Con il termine turnaround, espressione anglo-sassone letteralmente non traducibile, si intendono tutti i processi di rilancio e risanamento delle imprese, attraverso l'attuazione di un ripristino economico e finanziario durante un periodo di declino o crisi aziendale.

Nell'industria chimica e della raffinazione petrolifera il turnaround è una particolare forma di manutenzione su larga scala dove un'intera fase di lavorazione è momentaneamente isolata dal processo per essere rivitalizzata e rinnovata. Dato il livello di pericolosità, questa operazione comporta una lunga fase di preparazione e molte precauzioni⁸⁹. Altrettanto delicata è tale operazione quando viene compiuta nei confronti di imprese in difficoltà.

L'espressione turnaround è ormai entrata a far parte dell'uso internazionale, in quanto il termine "risanamento" esprime solo in parte l'idea sottostante al concetto di turnaround, quest'ultimo attribuisce alcune prerogative essenziali ai cambiamenti per la risoluzione delle fasi di declino o di crisi⁹⁰, i cambiamenti di cui si parla sono caratterizzati per essere:

- improvvisi, urgenti e decisi rapidamente;
- resi necessari da contesti difficili, in cui potrà essere messo in dubbio la stessa sopravvivenza dell'azienda;

⁸⁹ Alberto Franzone; *Il Turnaround: nuove prospettive per le imprese italiane*; MANAGEMENT&CAPITALI; 2006.

⁹⁰ Luigi Guatri; *Turnaround: Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Collana Impresa e valore; Milano; 1995.

- radicali e traumatici, investono sia le strategie dell'impresa, ma anche gli assetti proprietari e la cultura della stessa;
- disegnati e coordinati in vista di uno scopo specifico, genericamente riscontrabile nel ritorno all'equilibrio ed alla redditività dell'impresa, cioè una vita stabile di questa sul lungo termine;
- infine vedono un coinvolgimento di tutti gli *stakeholder*, o comunque di quasi la totalità degli stessi.

Nel corso della vita di un'impresa il cambiamento è un fenomeno del tutto naturale, successi e insuccessi si alternano a vicenda con ritmi spesso periodici. Le imprese più solide sono in grado di gestire l'alternanza periodica senza difficoltà, superando facilmente le fasi di "insuccesso", ma ovviamente ciò non accade sempre, non tutte sono in grado di uscirne senza ripercussioni ed in alcuni casi un periodo negativo potrebbe trasformarsi in una vera e propria crisi, che nel peggiore dei casi potrebbe decretare l'uscita dell'impresa dal mercato.

Quando la fase di difficoltà si protrae per un periodo più lungo rispetto alla tipica ciclicità, si parlerà di fasi negative di tipo strutturale, invece nel momento in cui la fase porta l'azienda verso un declino inesorabile prenderà il nome di crisi⁹¹.

Nel corso di questo capitolo ci focalizzeremo sull'analisi delle fasi negative di tipo strutturale, distinguendo i turnaround da declino ed i turnaround da crisi, questi due concetti per quanto simili hanno alcune caratteristiche molto differenti: il declino ammette sempre la possibilità di un recupero dell'attività aziendale; mentre in caso di crisi la probabilità di ripresa risulta inferiore, soprattutto se il processo generato risulta irreversibile e lo *status* sia ormai troppo avanzato.

Occorre sottolineare che quando la crisi non è risolvibile per vie privatistiche, cioè attraverso accordi con gli *stakeholder*, l'impresa dovrà optare per soluzioni pubblicistiche, tipicamente si parla delle soluzioni giudiziarie e dell'utilizzo delle procedure concorsuali, in questi casi l'espressione turnaround non potrà essere utilizzata, in quanto

⁹¹ Luigi Guatri; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

quest'operazione si caratterizza per essere una modalità di risoluzione del dissesto di tipo prettamente privatistico.

Quando l'impresa si trova dinanzi ad un Tribunale od altro organo della pubblica amministrazione ha, nella maggior parte dei casi, subito colpi irrimediabili motivo per cui difficilmente si potrà avere un ritorno al valore originario dell'impresa.

Anche nel caso in cui l'impresa riuscisse a ripristinare l'equilibrio autonomamente, le ripercussioni post crisi saranno maggiori rispetto al risanamento successivo al declino, tra queste è possibile annoverare la carenza di cassa, la perdita di credito ma soprattutto la perdita di fiducia da parte della comunità a cui l'azienda è legata (*stakeholder*).

Il turnaround è una situazione che seppur dipendente da specifici contesti, dovrà essere definita caso per caso in relazione all'avanzamento e all'intensità del processo di distruzione del valore in atto. Contestualmente anche le modalità d'intervento ed il processo di ristrutturazione saranno elementi direttamente connessi alle circostanze presenti.

Necessariamente il primo passo da compiere quando si pone in essere un'operazione di turnaround è un'attenta analisi-valutazione, volta a individuare le cause che hanno portato al declino o alla crisi ed a conoscere la situazione patrimoniale dell'impresa.

Necessariamente dovranno essere analizzati tutti i provvedimenti di natura contabile dell'azienda, andando a compiere una differenziazione tra i risultati ritardati della gestione e delle scelte del passato da quelli conseguenti alle decisioni di turnaround.

La situazione *pre*-declino della società, oltre come mero fatto contabile, dovrà essere presa in considerazione anche per valutare i valori economici iniziali dell'impresa, essendo il turnaround un'operazione che punta alla ricostruzione dei valori dell'impresa, sarà necessario conoscere quali fossero i valori originali della stessa per poterli ripristinare.

Il passo successivo da compiere sarà la realizzazione di un piano strategico razionale, improntato alla coerenza ed alla distribuzione dei sacrifici tra i diversi *stakeholder*. Dopo queste prime fasi iniziali ed aver gestito la fase d'emergenza attraverso l'applicazione delle azioni urgenti previste dal Piano di turnaround, il processo entra in una fase di normalizzazione, attraverso l'applicazione di una strategia a lungo termine e non più immediata.

Il successo dell'intera operazione dipenderà sia dalle premesse sia dall'efficacia con cui è attuata l'operazione, con il termine premesse si intendono le attitudini storiche accumulate dall'impresa e le risorse materiali disponibili o realizzabili dalla stessa⁹².

Il turnaround si concluderà quando l'impresa riuscirà nuovamente a creare valore, nella maggior parte dei casi risulterà difficile creare nuovo valore senza ritornare ad una gestione creativa e di sviluppo, rendendo necessarie strategie e scelte di medio/lungo termine.

L'applicazione di strategie di medio/lungo termine da parte dell'impresa che ricerca una stabilità e una continuità, è un chiaro segnale della fine del turnaround.

Si ricorre al turnaround quando nel corso di una crisi aziendale non solo ci sia bisogno di capitale, ma soprattutto ci sia la necessità di nuove idee, di una ristrutturazione dell'impresa e della sua attività.

Il ritorno al valore di cui si è parlato fin ora frequentemente richiederà una modifica del *management* ed alcune volte dello stesso assetto proprietario.

Nei paragrafi che seguono non tratteremo di semplici imprese che si trovano in difficoltà economica, ma di imprese che vertono in uno *status* di declino o crisi per una mancanza di capacità e competenze, le quali ricercano l'aiuto da parte degli *stakeholder* e delle capacità imprenditoriali di soggetti esperti per ritrovare l'equilibrio perduto.

2.2 Declino e crisi d'impresa: caratteristiche essenziali

Come anticipato possiamo riscontrare due diverse forme di turnaround, quello da declino e quello da crisi, per quanto simili le due figure presentano alcune differenze.

Il primo passo da compiere sarà quello di definire le caratteristiche dei due *status* aziendali, andando a distinguere quando si parla di crisi e quando invece di declino aziendali.

Nella realtà moderna, grazie all'industrializzazione ed alla globalizzazione, il fenomeno della "crisi d'impresa" risulta sempre più diffuso, soprattutto a causa dell'elevato livello

⁹² Luigi Guatri; *Turnaround: Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Collana Impresa e valore; Milano; 1995.

di concorrenza insito all'interno dei mercati, tutto ciò rende sempre maggiori gli sforzi sopportati da parte degli imprenditori che intendono concorrere con i propri *competitors* all'interno di un'ambiente dinamico e instabile com'è quello del sistema industriale⁹³.

Con il termine declino si intende individuare la *performance* negativa di un'impresa che attraverso la propria condotta perde valore nel tempo, comportando una complessiva distruzione di valore del capitale economico⁹⁴.

Solitamente il declino non è ricollegabile ad una singola perdita degli utili sul piano storico, ma più in generale questo si riferisce ad una diminuzione dei flussi reddituali, diminuzione che dovrà manifestarsi come sistematica ed irreversibile, senza nessuna possibilità di interventi risanatori o di ristrutturazione immediati.

Oltre a i flussi anche i rischi possono causare perdite di valore e quindi un declino dell'impresa, l'aggravarsi dei rischi renderà meno probabile la realizzazione dei risultati attesi.

Con l'espressione crisi intendiamo un ulteriore sviluppo del declino di un'impresa. Essa si caratterizza per perdite economiche e ripercussioni gravi sui flussi finanziari, tutto ciò potrà avvenire sia gradualmente ma anche improvvisamente, generalmente le prime manifestazioni sono graduali mentre quelle successive tendono ad accelerare velocemente.

La crisi può essere definita come una fase conclamata del declino, un declino solitamente irreversibile a cui si potrà porre rimedio solo attraverso un intervento esterno da parte degli *stakeholder*.

La crisi potrà trasformarsi, nel peggiore dei casi, nella cessazione dell'attività d'impresa in modo più o meno traumatico, ovviamente questa non è l'unica opzione possibile, sarà sempre possibile praticare un'operazione di turnaround, maggiore sarà lo *status* conclamato di crisi e maggiori saranno le risorse che dovranno essere dispensate da parte degli *stakeholder* e dell'impresa per ottenere il successo dell'operazione ed un ritorno al valore.

⁹³ S. Sciarelli; *La crisi d'impresa*; CEDAM; Padova; 1995.

⁹⁴ Luigi Guatri; *op. cit.*

Per poter delineare un confine tra i due stadi, sarà opportuno fissare dei limiti all'erosione prodotta dalle perdite, ad esempio un elemento rilevante di crisi potrà essere individuato nella diminuzione del valore dell'azione⁹⁵ al di sotto del nominale.

Il percorso della crisi potrà così essere delineato in quattro stadi:

- il primo stadio è rappresentato dall'incubazione, che si manifesterà attraverso i primi segnali di squilibrio e decadenza;
- il secondo stadio sarà quello della maturazione del declino, che si esternerà attraverso la perdita di flussi reddituali e di valore di capitale;
- il terzo stadio, che definisce la crisi vera e propria, sarà quello delle ripercussioni delle perdite sui flussi di cassa, della diminuzione del credito e della diminuzione di credibilità dell'impresa, nel corso di questa fase la sopravvivenza dell'impresa sarà messa in serio dubbio;
- il quarto ed ultimo stadio individua il momento di esplosione della crisi, le ripercussioni non saranno solo interne ma anche esterne e colpiranno anche gli *stakeholder*, i due elementi rilevatori saranno l'insolvenza e il dissesto. L'insolvenza si caratterizza per l'incapacità in capo all'imprenditore di adempiere alle obbligazioni societarie. Il dissesto, che potrà seguire l'insolvenza, è una condizione di squilibrio patrimoniale permanente che potrà essere risolta solo grazie ad un sacrificio da parte dei creditori o attraverso l'attuazione delle procedure concorsuali.

Per l'imprenditore sarà necessario individuare tempestivamente i segnali di declino, in modo da evitare che un squilibrio, anche solo momentaneo, possa sfociare in uno stadio di crisi conclamata per la società tale da far cessare l'attività ed avviare la liquidazione.

2.2.1 Le cause del declino e della crisi

Per individuare le cause di declino o di crisi di un'impresa vengono utilizzati due approcci differenti: quello soggettivo, che fa dipendere le cause a comportamenti imputabili a

⁹⁵ Con il termine "valore dell'azione" si intende la pro-quota del valore economico complessivo ripartito tra la totalità delle azioni che sono in circolazione.

soggetti specifici all'interno dell'attività di impresa; e l'approccio obiettivo, in cui le cause sfuggono al controllo soggettivo dell'imprenditore e saranno correlate a fenomeni e forze esterne all'impresa.

Il primo approccio si caratterizza per colpe imputabili agli uomini che gestiscono l'attività d'impresa, mentre il secondo per cause esterne al controllo dell'imprenditore e del *management*.

Solitamente le cause di declino e di crisi soggettive si caratterizzano per colpe attribuibili al *management*, o per colpe in cui è imputabile un solo *manager*, ad esempio anche una modifica del *management* se non affrontata con attenzione e delicatezza potrebbe dare origine ad un declino.

Altre situazioni soggettive che possono portare alla nascita di una crisi sono l'eccesso di burocrazia, un gruppo di *top manager* sbilanciato ed infine la scarsa o la totale mancanza di capacità da parte del cda di controllare efficacemente l'attività del *management* e di incidere sulla stessa.

Nella maggior parte dei casi, come già anticipato, le colpe ricadono a prescindere sull'imprenditore e sul *management*, ciò non è ingiustificato ma spesso risulta eccessivo, soprattutto se si tiene in considerazione che un'impresa non è composta solo da queste due categorie di risorse umane ma include diverse categorie di lavoratori (tecnici, venditori, ricercatori, addetti all'amministrazione ed alla finanza, ecc.) che potrebbero aver contribuito alla perdita del valore dell'impresa.

Oltre alle cause di declino e crisi soggettive, possiamo riscontrare all'origine dell'instabilità dell'impresa quelle che vengono definite "cause obiettive" o oggettive, esse sono quelle cause che non dipendono da comportamenti umani ma che possono essere ricollegate a fattori esterni, come ad esempio il settore in cui opera l'impresa o la situazione economica e sociale del Paese in cui è stanziata l'attività.

Cerchiamo sinteticamente di individuare quali categorie possono essere ricondotte a tale fattispecie, ricordando che queste possono presentarsi sia singolarmente ma anche in combinazione tra di loro, come una pluralità di concause.

Tra le cause obiettive troviamo:

- il declino e le crisi da inefficienza, questa potrà colpire diverse aree dell'attività d'impresa e potrà evincersi nel momento in cui l'azienda non sia in grado di replicare i ritmi ed i costi dei concorrenti, oppure riscontra uno *status* di inefficienza commerciale o produttiva, o anche quando l'inefficienza colpisca il settore amministrativo, organizzativo o finanziario;
- il declino e le crisi da sovracapacità/rigidità, una delle cause più frequenti di declino è l'eccesso di capacità produttiva accompagnato dall'impossibilità di adattare nel breve termine i costi fissi che ne derivano;
- il declino e le crisi da decadimento dei prodotti e da carenze e/o errori nel *marketing*, cioè quando l'impresa non sarà in grado di affrontare o controllare il mercato in cui opera non riuscendo ad adottare politiche commerciali vincenti;
- declino e le crisi da incapacità a programmare, da errori di strategia, da carenza di innovazione;
- le crisi da squilibrio finanziario e patrimoniale, quando l'impresa si trova a fronteggiare forti perdite economiche ed un elevato indebitamento, spesso ricollegabili ad alti oneri finanziari, o anche nel momento in cui l'impresa presenta una insufficienza di capitale per poter portare avanti l'attività.

Bisogna nuovamente ricordare che le fattispecie sopracitate nelle loro manifestazioni concrete difficilmente si realizzano singolarmente; declino e crisi di un'impresa nella maggior parte dei casi sono provocati da più concause, che si sommano e uniscono tra di loro, andando ad individuare anche una gravità maggiore o minore dello squilibrio.

Ciò che dovrà essere analizzato prima di intraprendere un'operazione di turnaround è la successione temporale con cui queste si manifestano ed il rapporto di causa/effetto tra le stesse, in modo da poter delineare la migliore strategia per ritornare al valore originario.

Il tempo rappresenterà una variabile fondamentale all'interno del processo di turnaround, in quanto questo giocherà a sfavore dell'impresa e si ricollegherà ad una evoluzione negativa della percezione della crisi. Un'azione di cambiamento effettuato con troppo anticipo potrebbe essere percepita in modo negativo da parte degli *stakeholder*, mentre se

questa dovesse essere tardiva potrebbe trovare una situazione troppo aggravata ed irreversibile.

Oltre al tempismo dell'impresa dovrà essere tenuto in considerazione anche il fattore temporale relativo al mercato, cioè prima di porre in essere un'operazione di turnaround, il *management* dovrà confrontare i tempi dell'impresa rispetto a quelli dei concorrenti⁹⁶.

2.2.2 (*Segue*): Squilibri finanziari e patrimoniali

Essendo l'obiettivo dell'elaborato quello di inquadrare l'intervento degli investitori istituzionali in imprese che presentano un periodo di difficoltà, prima di definire nel dettaglio come sono strutturate le operazioni di turnaround e come avviene il processo, sarà nostra premura soffermarci sull'analisi dell'ultima delle cause sopracitate, cioè la crisi ed il declino derivante da squilibri finanziari e patrimoniali, cercando in questo modo di inquadrare la situazione economica finanziaria in cui si possano trovare le imprese. Lo squilibrio finanziario e patrimoniale può essere individuato come una fra le cause principali delle crisi d'impresa, se non la principale.

Quando parliamo di squilibrio finanziario definiamo situazioni caratterizzati da⁹⁷: grave carenza di mezzi propri e prevalenza di mezzi a titolo di debito; prevalenza di debiti a breve termine rispetto ad altre categorie di indebitamento; squilibri tra investitori duraturi e mezzi finanziari stabilmente disponibili; insufficienza o inesistenza di liquidità; scarsa o totale assenza di capacità dell'azienda a contrattare le condizioni del debito; difficoltà a seguire ed affrontare le scadenze e conseguente ritardo di interventi.

L'impresa, che come abbiamo visto, è soggetta a continue ciclicità tra periodi positivi e periodi negativi, se nel corso di un periodo negativo dovesse affrontare uno squilibrio di natura finanziaria, difficilmente riuscirà ad uscirne con le proprie forze e dovrà dispensare innumerevoli risorse per superarlo. L'azienda si troverà a fronteggiare le perdite, che conseguentemente andranno a deteriorare ancor di più le sue condizioni finanziarie,

⁹⁶ S. Salvemini; *Gestire l'impresa partendo dal futuro*; Egea; 1997; Milano.

⁹⁷ Luigi Guatri; *op. cit.*

rendendo difficile la possibilità di trovare nel mercato finanziamenti a titolo di capitale o di credito, portando un semplice periodo negativo a confluire in una vera e propria crisi. Gli squilibri di natura patrimoniale, invece, potrebbero provocare il declino o la crisi dell'impresa quando quest'ultima non presenta le risorse necessarie per rispondere alle esigenze del mercato.

La condizione patrimoniale assumerà uno ruolo differente a seconda dello stato di declino in cui verte l'impresa, nel corso delle fasi iniziali potrà essere considerata come un elemento strutturale della difficoltà, ma il suo ruolo accrescerà d'importanza con il prolungarsi della crisi, diventando così condizione essenziale per resistere e consentendo in periodi più o meno ampi d'intervenire per riuscire ad ottenere un recupero dell'attività aziendale.

In tali contesti il ruolo dell'investitore istituzionale (che non opera a scopo benefico) potrà risultare essenziale, la *target* dovrà presentare una serie di condizioni a lui favorevoli che lo porteranno a compiere il finanziamento. Il suo intervento sarà necessario nell'immediato per uscire dallo *status* di crisi, ma dovrà consistere anche in un progetto di medio-lungo termine che riesca a sanare l'intera organizzazione e gli aspetti critici che hanno causato il dissesto.

Tra gli aspetti critici che possono aver facilitato lo *status* di squilibrio finanziario e patrimoniale, sicuramente troviamo le politiche finanziarie errate e la gestione inadeguata del circolante.

Le politiche finanziarie quando sono illogiche o errate possono contribuire allo squilibrio dell'assetto societario. Uno degli esempi che può essere preso in considerazione è un uso distorto delle partiche di *leveraged* o *management buy-out*, l'utilizzo non strategico dell'effetto leva e il conseguente ricorso alle forme di indebitamento potrebbe comportare una perdita dal punto di vista finanziario e non un beneficio⁹⁸.

⁹⁸ Uso distorto della pratica di *leveraged buy-out* può essere riscontrato nel caso della famiglia Tanzi nel *crack* Parmalat: in questa specifica situazione si è accertato un forte indebitamento a seguito dell'emissione di *corporate bonds*, con un'elevata remunerazione per l'investitore e maturazioni ravvicinate. Tale atteggiamento fu motivato dalla volontà da parte della proprietà di conservare il controllo dell'impresa, ricorrendo a tali strumenti per ricercare il finanziamento, invece di ricercare nuovi capitali attraverso l'emissione di nuove azioni, che avrebbero comportato una diminuzione del controllo.

Per ciò che concerne il capitale circolante, questo andrà a rappresentare la capacità dell'impresa di mantenere gli impegni presi nel breve periodo e di raggiungere quelli di medio-lungo termine, il suo ruolo risulta focale in contesti in cui l'evoluzione e il cambiamento di un'impresa avvengono sempre più rapidamente. Una gestione inadeguata del capitale circolante potrebbe comportare diverse difficoltà nel rispondere alle esigenze dell'impresa, riscontrando uno scostamento dal risultato atteso ed un peggioramento del rischio dell'impresa⁹⁹.

All'interno delle imprese la funzione finanza dovrà avere un ruolo centrale, programmando, pianificando e monitorando le politiche di gestione delle risorse; tale pianificazione dovrà ricomprendere anche l'amministrazione del capitale circolante, si può quindi dedurre che un'incorretta gestione dello stesso potrà essere ricollegata ad un inadeguato sistema di controllo, che potrà portare lacune nella gestione dei flussi dei crediti verso clienti, del magazzino e dei debiti verso i fornitori¹⁰⁰.

2.3 Il processo di Turnaround

Come già affermato un'operazione di turnaround potrà essere compiuta sia durante il declino sia durante una crisi di un'impresa, a seconda del momento in cui il processo avrà inizio sarà differente l'azione posta in essere.

Generalmente se si parla di un'impresa che verte in uno *status* di crisi ormai conclamato, è altamente improbabile il successo dell'operazione e le risorse che dovranno essere dispensate risulteranno superiori rispetto ad un'operazione di turnaround da declino.

Tuttavia in qualsiasi stadio il processo abbia inizio presenta sempre delle fasi tipiche. Ovviamente i casi di ristrutturazione aziendale sono molto differenti tra loro, motivo per

A seguito di tali azioni il patron della Parmalat, Calisto Tanzi, è stato condannato a diciotto anni di reclusione con l'accusa di bancarotta fraudolenta insieme a numerosi dirigenti, revisori dei conti e sindaci, mentre la Parmalat è stata salvata dal fallimento grazie al decreto "salva-imprese" e all'amministrazione straordinaria speciale di Bondi, che in questo caso specifico assumeva il ruolo di *turnaround manager* (di cui tratteremo nei paragrafi successivi).

⁹⁹ Giovanna Mariani; *Politiche di capitale circolante e gestione economico-finanziaria d'impresa*; FrancoAngeli; Milano; 2007.

¹⁰⁰ Mario Masciocchi; *Il turnaround management. Come recuperare e rilanciare le aziende*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2007.

cui la letteratura ha cercato di individuare un ordine logico e non numerico nel quale si svolgono le diverse fasi del processo.

Senza dubbio il primo obiettivo dell'impresa sarà quello di evitare la cessione dell'attività, cercando di sopravvivere all'interno del mercato ed ottenendo nel più breve tempo possibile entrate positive, per ottenere ciò le prime azioni che verranno poste in essere in uno stato d'emergenza, prima ancora di ricorrere al turnaround, potrebbero essere azioni di disinvestimento di attività, di scrematura dei prodotti e di riduzione del personale (tali operazioni potrebbero essere presenti anche all'interno del progetto di turnaround). Solo in seguito a queste prime azioni si punterà ad una pianificazione di una politica strategica sul mercato che punti alla crescita ed al ritorno al valore¹⁰¹.

La letteratura¹⁰² individua quattro macro fasi in cui tipicamente si sviluppa un'operazione di turnaround:

1. il riconoscimento del declino e il cambio del *management*;
2. la valutazione;
3. la definizione del piano strategico;
4. il riequilibrio ed il ritorno alla crescita.

Per la complessità delle operazioni di cui parleremo a seguire si è preferita utilizzare una classificazione non troppo rigida, in quanto un'analisi non troppo schematizzata riesce a cogliere nel modo migliore il tipo di attività a cui sono sottoposte le imprese in ristrutturazione.

2.3.1 Il riconoscimento del declino e il cambiamento strategico

Rendersi conto della situazione in cui verte l'impresa è il primo passo fondamentale, spesso lo *status* di difficoltà non viene colto immediatamente, giustificando le *performance* negative dell'azienda con la normale ciclicità a cui è soggetta l'impresa.

¹⁰¹ S. Sciarelli; *op.cit.*

¹⁰² L. Sicca, F. Izzo; *La gestione dei processi di turnaround. Un caso esemplare: la Pirelle S.P.A.*; Edizioni Scientifiche Italiane; Napoli; 1995.

Nel corso di questa fase si dovrà tener conto delle più disperate giustificazioni che vengono date da parte dei soggetti che hanno commesso gli errori di gestione, che ovviamente cercheranno di non assumersi le responsabilità della situazione, per non avere ripercussioni e conservare la loro posizione.

Dovendo necessariamente attribuire la responsabilità dello *status* in cui verte l'azienda a dei soggetti specifici, i *manager* saranno i primi a essere sottoposti al vaglio, infatti una delle prime azioni posta in essere dopo il riconoscimento del declino aziendale sarà una modifica totale o parziale del *management*, con l'introduzione di un nuovo amministratore delegato che ricoprirà il ruolo di *turnaround manager* e spetterà a quest'ultimo decidere le persone di cui circondarsi¹⁰³.

Cambiamento del *management*, non significa modifica dell'intero corpo, nel peggiore dei casi ricoprirà la totalità dell'organo, ma solitamente si manifesta con un cambiamento solo parziale, la necessità primaria sarà quella di individuare una figura *leader* che sia capace di dare avvio ai nuovi cambiamenti, ma soprattutto che basi la sua linea d'azione sul solo risanamento dell'attività d'impresa e non su pretese personali, tale figura è rappresentata dal *turnaround manager*¹⁰⁴.

Il cambiamento sarà necessario sia perché il vecchio *management* non si assumerà le responsabilità delle proprie azioni¹⁰⁵, ma anche perché questo tenderà a mettere in atto strategie già consolidate, che non si sono dimostrate adatte a gestire la situazione.

Nella maggior parte dei casi gli *stakeholder* avranno il compito di individuare il nuovo assetto, nel nostro specifico caso il gruppo che detiene il fondo di private equity avrà questo ruolo primario.

Frequentemente in questa fase e in quella successive viene utilizzato l'ausilio di una consulenza professionale specializzata, la quale andrà a valutare le modalità d'intervento

¹⁰³ Mario Masciocchi; *Il turnaround management. Come recuperare e rilanciare le aziende*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2007.

¹⁰⁴ Pierluigi Tosatto; intervento nel corso di una conferenza "Turnaround aziendali"; Aprile 2013; Treviso.

¹⁰⁵ Nel caso in cui il declino non sia imputabile alla direzione d'impresa, il *management* esistente si mostrerà più adatto a gestire strategie di recessione e di ripristino del valore, quindi non ci sarà nessuna modifica.

più idonee alla situazione in cui verte l'impresa, cercando di risanare la situazione nel più breve tempo possibile e col minor dispendio di risorse.

Nel passato il mercato del turnaround era dominato dalle banche d'affari (soprattutto in Italia, dove le Banche ricoprono ancora un ruolo centrale) e dalle società di revisione internazionali, successivamente l'offerta è aumentata sempre di più, vedendo entrare anche piccole società di revisione o *boutique* specializzate. Ad oggi tra le strutture di consulenza è possibile annoverare: banche d'affari, fondi di private equity, società di *management consulting*, società di revisione ed infine studi legali o commercialisti che hanno maturato una certa esperienza per questo tipo di operazioni.

Nel paragrafo successivo cercheremo di individuare quali sono i modelli di previsione delle crisi aziendali, cioè quali parametri devono essere valutati per comprendere la reale situazione in cui verte l'impresa. Tali modelli sono tanto più efficaci quanto più riescono a far emergere in anticipo l'esistenza di difficoltà o di anomalie, in modo tale che possa essere compiuta un'azione correttiva e tempestiva da parte dell'impresa, la quale cercherà di evitare che una fase negativa sfoci in una crisi; allo stesso tempo i modelli devono far in modo che i creditori, venuti a conoscenza dello *status*, possano intraprendere misure cautelative prima del completo deterioramento della situazione¹⁰⁶.

L'evoluzione del mercato ha permesso di mettere a punto diverse tecniche in grado di combinare diversi tipi di informazioni e diverse variabili, riuscendo a riconoscere e prevedere una crisi aziendale. Tali metodi statistici si fondano sull'uso degli indici di bilancio, del Rendiconto Finanziario e di tecniche matematico-statistiche.

2.3.1.1 L'analisi del bilancio

I risultati che possono evincersi direttamente dal bilancio possono essere interpretati come primi indizi utili per supportare l'analisi della gestione dell'azienda¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Giovanna Mariani: *Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround*; con il contributo di Michele Pallottini; Edizione 2012; Pisa University Press srl.

¹⁰⁷ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon; *Elementi di bilancio e di analisi economica*; 2011; Libreria Editrice Cafoscarina.

L'analisi che verrà compiuta si baserà su di un calcolo di specifici indicatori che consentiranno di individuare lo stato di salute dell'impresa.

L'analisi del bilancio richiede alcune fasi, che possono essere così sintetizzate:

- lettura del bilancio e valutazione dell'affidabilità delle informazioni in ivi contenute;
- riclassificazione del Bilancio d'esercizio;
- calcolo degli indici;
- individuazione delle relazioni tra i diversi indicatori in una visione unitaria di sistema, in modo che sia possibile esprimere un parere sulla gestione presente e sugli eventuali sviluppi futuri.

La tecnica dell'analisi di bilancio per indici sarà in grado di analizzare gli aspetti finanziari, economici e patrimoniali della società *target* in modo dinamico, tale tecnica sarà utile per riscontrare i primi elementi che mostrano una patologia ma anche per comprendere quali siano state le cause che abbiano condotto allo stato di crisi.

2.3.1.2 Il Rendiconto Finanziario

Il Rendiconto Finanziario deriva da un'elaborazione dello Stato Patrimoniale, con precisione dal confronto delle variazioni di due Stati Patrimoniali successivi, dal Conto Economico, il tutto integrato da altre informazioni di natura extra-contabile¹⁰⁸.

Attraverso tale strumento è possibile controllare le liquidità, in modo da consentire una coerenza tra le scadenze dei debiti ed i tempi di investimento e di rientro delle attività finanziarie; esso riassumerà le interrelazioni che si creano all'interno di un'impresa tra dinamiche economiche, finanziarie e patrimoniali.

Durante una crisi sono richieste azioni celeri, che potrebbero portare cambiamenti radicali, conseguentemente sarà richiesto al Piano di turnaround di dare precedenza alle azioni che avranno un impatto maggiore sulle dinamiche finanziarie.

¹⁰⁸ U. Sòstero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon; *op. cit.*

Il *turnaround manager* dovrà, nel più breve tempo possibile, ristabilire un *cash flow* positivo, cercando poi di mirare ad una strategia a lungo termine che non faccia ritornare l'impresa in difficoltà.

Il rendiconto Finanziario svolgerà la funzione di interpretare i risultati del progetto in una serie di previsioni finanziarie che rendono possibile la sopravvivenza e il risanamento dell'azienda.

2.3.1.3 I modelli statistici di previsione delle insolvenze aziendali

La previsione di tali modelli in periodi di crisi aziendali è aumentata negli ultimi anni, le motivazioni di tale crescita può ritrovarsi nella necessità dei tecnici di affiancare ai modelli classici di analisi/previsione dei modelli più sofisticati, in modo da ottimizzare quanto più possibile la qualità dell'informazione ed anche per creare nuovi *software* che consentano un funzionamento migliore dei modelli.

Possiamo distinguere gli strumenti statistici in modelli teorici e modelli empirici.

I primi utilizzano la logica deduttiva, l'impianto su cui si fondano è correlato sia alla definizione di una struttura finanziaria ottimale, sia sulla stima del costo di fallimento dell'azienda. Il loro obiettivo è quello di tracciare un modello statistico che individui la probabilità di *default* dell'impresa entro un determinato periodo di tempo. Questi modelli per quanto utili però presentano delle pecche, in quanto non sono in grado di poter individuare i sintomi premonitori della crisi.

I secondi, invece, utilizzano un approccio induttivo, si basano su analisi e ricerche compiute su imprese, o campioni di imprese, realmente operanti. Il metodo è molto semplice: viene individuato un campione di imprese; vengono analizzate le caratteristiche aziendali; viene progettato un modello connesso a tali realtà aziendali e successivamente tale modello viene generalizzato. Una volta generalizzato il modello esso viene attuato nei confronti dei complessi produttivi.

2.3.2 La valutazione

Il passo successivo al riconoscimento della crisi sarà un'attenta analisi della situazione per comprendere come proseguire l'attività e riportare l'azienda al valore originario.

Nel corso della valutazione sarà necessario raccogliere tutti i dati disponibili, al fine di individuare le cause scatenanti del declino, formulare una diagnosi e definire un progetto d'azione contenente la strategia per tornare all'equilibrio.

Lo scopo principale di tale fase è capire quali risultati potrà avere una strategia di turnaround, ma soprattutto quali siano le probabilità di successo di quest'ultima. Se la valutazione complessiva del successo dell'operazione dovesse risultare negativa, dovrà essere individuata un'alternativa che faccia minimizzare quanto più possibile le perdite della società, come: cessione dell'attività, liquidazione, fallimento o altre procedure concorsuali.

L'analisi della situazione punterà a ricercare il piano di risanamento più adeguato alla situazione, attraverso un lavoro che si incentrerà¹⁰⁹:

- sull'identificazione delle ragioni del declino e della posizione dell'impresa;
- sulla misura delle perdite subite e sull'analisi delle loro caratteristiche;
- sull'accertamento della situazione patrimoniale di partenza;
- sull'individuazione dei provvedimenti e degli interventi d'assumere per rimuovere gradualmente i fattori del declino:
- sulla precisione degli eventuali sacrifici da richiedere agli *stakeholder*;
- ed infine sulla proiezione nel breve termine e nel medio termine dei risultati ottenibili a seguito degli interventi e dei sacrifici richiesti.

Nel corso di tale fase sarà necessario individuare il ruolo dell'azienda all'interno del settore in cui concorre, verificando i punti di forza e debolezza nei confronti degli altri *competitor*. Frequentemente per individuare la posizione del mercato dell'azienda analizzata viene utilizzato il modello delle cinque forze di M. Porter (di cui abbiamo già parlato nel capitolo precedente), il modello è utile per vedere come l'impresa si rapporta con il mercato e con gli altri concorrenti.

¹⁰⁹ L. Guatri; *op. cit.*

Nel corso della valutazione dovrà essere analizzato il grado di gravità del declino o della crisi, tenendo conto delle perdite che l'impresa ha subito dall'inizio del declino fino al momento in cui verrà attuato il piano di risanamento¹¹⁰.

Tutto ciò sarà effettuato attraverso la verifica dell'intensità delle perdite, ovvero attraverso l'accertamento dello *status* di irreversibilità della crisi e la valutazione di quanto sia compromessa l'attività d'impresa.

Altro dato di cui si dovrà tener conto per la valutazione delle perdite sarà l'andamento storico e l'eventuale tendenza del dissesto, cioè se ci sia stato o meno un peggioramento con il trascorrere del tempo.

Dovranno inoltre essere distinte le perdite apparenti rispetto a quelle reali, si intendono con perdite apparenti quei falsi sgonfiamenti delle perdite relative ad ammortamenti, rivalutazioni, plusvalenze, ecc.

La raccolta di tutte queste informazioni sarà necessaria per poter avere un punto di partenza del progetto di turnaround.

Nel corso della valutazione si dovrà tener conto anche delle conseguenze finanziarie delle perdite, se l'entità della perdita rimane al di sotto delle voci tipiche di autofinanziamento¹¹¹ essa non produrrà immediatamente perdite finanziarie, questo sempre a parità di investimenti e debiti. Una parte della perdita sarà in questo modo differita nel tempo e rinviata ad un momento successivo.

Un ulteriore obiettivo della fase di valutazione sarà quello di ricreare la fiducia persa con gli *stakeholder*, attraverso una comunicazione della situazione che sia quanto più trasparente possibile, cercando di eliminare ogni tipo di informazione lacunosa o falsa, gli *stakeholder* devono essere a conoscenza in modo certo, chiaro e preciso dello stato di declino o crisi in cui verte l'azienda; soprattutto per una questione di recupero della credibilità, infatti il nuovo *management* avrà il compito di non peggiorare la comunicazione con i soggetti esterni.

La fase della valutazione sarà necessaria per ricostruire il valore originario dell'impresa e predisporre gli obiettivi per la ristrutturazione, attraverso la formazione di una Situazione

¹¹⁰ L. Guatri; *op. cit.*

¹¹¹ Come ammortamenti, accantonamenti fondi TFR ed altri costi differenti.

Patrimoniale che rappresenta da un punto di vista contabile il punto di partenza del processo di turnaround.

La formazione della Situazione Patrimoniale oltre ad avere un ruolo centrale come punto di partenza per operazione, sarà necessaria per poter misurare i progressi conseguiti dall'inizio del processo e così valutare se ci siano stati o meno dei miglioramenti, altrimenti non sarebbe possibile esprimere dei giudizi senza un chiaro e preciso punto di partenza.

Sebbene tale fase sia importantissima, spesso per carenza di tempo e per necessità d'urgenza si sviluppa in contemporanea con la formazione del piano di risanamento, ciò dipenderà sempre dal grado di difficoltà in cui verte l'impresa.

2.3.3 La definizione del piano strategico: il Piano di turnaround

Il Piano di turnaround rappresenta il vero e proprio progetto di ristrutturazione e rilancio dell'impresa, esso conterrà tutte le proposte d'intervento che verranno attuate al momento in cui si inizierà a gestire l'emergenza.

La redazione del Piano rappresenta uno dei momenti centrali dell'operazione di turnaround, esso segue la fase di diagnosi ed assume il compito di catalizzatore dell'organizzazione, attraverso la definizione dei profili comportamentali e di responsabilità della crisi in corso, oltremodo al momento della redazione saranno valutati i rischi, le possibilità di successo e le possibili alternative dell'operazione progettata¹¹², cercando di avere un quadro quanto più chiaro possibile della situazione

Ma cerchiamo di analizzare nel dettaglio i diversi aspetti di un Piano di turnaround.

Ogni piano sarà differente da un altro, in quanto ogni piano sarà strutturato per una determinata realtà aziendale, quindi si deve distinguere caso per caso, le situazioni di declino da quelle di crisi, in modo da adottare il piano strategico più appropriato alla situazione.

¹¹² M. Masciocchi; *Il turnaround management. Come recuperare e rilanciare le aziende*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2007.

In *primis* cerchiamo di individuare quali sono le caratteristiche principali che accumulano i diversi piani di turnaround e che ne migliorano la possibilità di successo, tra queste troviamo¹¹³: la semplicità, un progetto con un numero di pagine limitato, che affronti direttamente il problema; il realismo, una valutazione della reale situazione di mercato in cui l'impresa si trova a concorrere e delle sue concrete possibilità di ristrutturazione; il coinvolgimento dell'interno *management*, sia al momento dell'elaborazione che a quello della realizzazione; l'individuazione di un obiettivo finale da raggiungere, in modo che l'organizzazione sappia quale sia lo scopo finale e la strada da seguire per raggiungerlo; una serie di obiettivi intermedi, per poter valutare l'andamento del progetto; ed infine la descrizione delle principali strategie e tattiche che dovranno essere seguite per ottenere il risultato prestabilito.

Altro elemento fondamentale, come già anticipato, è individuato nella comunicazione, è infatti importantissimo che non siano commessi errori nel corso della comunicazione del piano, sia nei confronti degli *stakeholder*, che nei confronti degli altri collaboratori interni. Un buon piano di ristrutturazione dovrà essere chiaro e misurabile, in modo che possa essere gestito facilmente ma soprattutto con la massima trasparenza.

Come anticipato i piani si distinguono da caso a caso, a seconda del tipo d'intervento di cui necessita l'impresa, in questa sede cercheremo di analizzare quali sono le modalità prevalenti con cui agisce un piano di turnaround.

Il ritorno al valore potrà essere realizzato¹¹⁴:

- per via di ristrutturazione, attraverso un miglioramento dell'efficienza dei fattori produttivi senza porre sostanziali variazioni dimensionali;
- per via di riconversione, puntando ad un'innovazione sia tecnologica che di *marketing*, attraverso una combinazione di prodotti e mercati;
- per via di ridimensionamento, quando si cercherà di ottenere un ridimensionamento della struttura aziendale, ciò si verifica soprattutto nel caso di

¹¹³ D.B. Bibeault; *Corporate Turnaround: how managers turn losers into winners*; Beard Book; Washington; 1999.

¹¹⁴ L. Guatri; *op. cit.*

sovra-produzione o di calo della domanda globale per decadenza dei prodotti o ancora per squilibri provocati da parte della concorrenza internazionale.

- per via di riorganizzazione, in questo caso la volontà principale è quella di ricercare un nuovo assetto organizzativo, ad esempio attraverso la definizione di nuove aree di responsabilità o predisposizione di nuovi controlli.

Nella maggior parte dei casi, il piano di turnaround investirà contemporaneamente più di una di queste modalità sopracitate, difficilmente si parla di un intervento di tipo esclusivo. Caratteristiche aggiuntive che dovranno ispirare il piano, saranno la razionalità degli interventi e la logica alla base degli stessi.

Un piano viene definito “razionale” quando: si ispira a principi fondanti e condivisibili, come una corretta distribuzione del sacrificio nei confronti degli *stakeholder*; se possiede una propria coerenza complessiva; se sia conveniente, in quanto è possibile dimostrare l'utilità degli interventi che sono stati proposti; ed infine se è dotato di una sufficiente capacità di convinzione, che derivi dalla ragionevolezza delle osservazioni sopra esposte. Nel momento in cui vengono definiti i giudizi di opportunità e convenienza del piano di turnaround, un punto rilevante sarà rappresentato dalla possibilità di individuare delle alternative allo stesso, sebbene questa prassi non è molto diffusa, risulta estremamente utile se si tengono in considerazione i cambiamenti richiesti e la necessità di convincere azionisti o soggetti terzi a fornire i capitali necessari. Le alternative che solitamente vengono prese in considerazione sono quelle della cessione e della liquidazione, se il piano di ristrutturazione avrà successo tali alternative saranno messe da parte, mentre nel caso contrario e quindi in caso di insuccesso dell'operazione si procederà ad una delle alternative predefinite, andando a coinvolgere anche il nuovo investimento effettuato; ovviamente tutto ciò deve sempre essere ricollegato all'analisi del rischio dell'insuccesso dell'operazione che viene compiuta in fase di valutazione, che andrà a definire le probabilità di successo dell'intera operazione.

Secondo la letteratura internazionale¹¹⁵ è possibile distinguere tre tipi di “Piano”, soprattutto se prendiamo in considerazione un’azienda in crisi e non in declino, distinguendo:

1. Piano d’emergenza, questo è tipico delle situazioni di crisi ed ha come scopo principale salvaguardare la sopravvivenza dell’azienda, puntando alla realizzazione di un *cash flow* positivo. Questo risponderà ad una situazione d’urgenza, per cui l’azione dovrà avvenire in tempi molto celeri, rispondendo a caratteristiche di semplicità, brevità e intuitività. Il tempo per la realizzazione sarà breve e andrà dai 15 giorni ai 3 mesi. Per ottenere flussi di cassa positivi in tempi brevi, verranno poste in essere strategie di liquidazione e disinvestimento.
2. Piano di stabilizzazione, l’obiettivo di questa azione sarà quello di riportare l’impresa ad uno *status* di equilibrio economico. Il periodo di realizzazione solitamente è inferiore all’anno, anche se delle volte può raggiungere anche i 2 anni. In questi casi la strategia predisposta risponderà alla valorizzazione dei prodotti ed al miglioramento delle condizioni operative.
3. Piano di ritorno allo sviluppo (o Piano di rilancio), i tempi di realizzazione saranno superiori e andranno dai 2 ai 4 anni, l’obiettivo principale sarà quello di riportare l’impresa su determinati *standard* prestabiliti, cercando di ritornare al valore originario dell’impresa. Solitamente questo tipo di piani viene utilizzato successivamente ad un periodo negativo in cui la crescita dell’azienda sia cessata o ci sia stata una distruzione del valore. La strategia punterà all’acquisizione ed allo sviluppo di nuovi prodotti e/o aree strategiche di affari.

Come anticipato tali piani vengono utilizzati nei casi di crisi d’imprese, motivo per cui spesso la stesura dello stesso è incompleta e lacunosa, ciò però non andrà a pregiudicare il successo del progetto in quanto in situazioni di urgenza e pericolo per l’impresa, l’incompletezza del piano verrà sanata nelle fasi successive.

¹¹⁵ D.B. Bibeault; *op.cit.*

2.3.3.1 La trattativa sul Piano

Il Piano di turnaround comporterà l'attuazione di una trattativa che coinvolgerà l'imprenditore, il *management* ed infine gli *stakeholder*. Maggiori saranno i sacrifici richiesti agli *stakeholder* tanto più sarà impegnativa la trattativa.

Gli *stakeholder* interessati, oltre il *management*, saranno soprattutto gli azionisti ed i dipendenti, ad esempio frequentemente viene richiesto agli azionisti di porre in essere interventi di ricapitalizzazione, che potranno avvenire sia attraverso un aumento del capitale con l'emissione di nuove azioni, oppure anche tramite la messa in circolazione di obbligazioni, obbligazioni convertibili, *warrants*, ecc.¹¹⁶

Gli azionisti avranno piena libertà di decisione e di valutazione della convenienza della ricapitalizzazione; di solito solo nei confronti degli azionisti di controllo o che comunque posseggono un ruolo determinante nella gestione dell'azienda, può manifestarsi uno stimolo maggiore per facilitare la loro adesione, andando ad evidenziare le possibili conseguenze negative che potrebbero avere, soprattutto nel caso di liquidazione/cessione dell'attività e la conseguente perdita d'investimenti.

Il prezzo di emissione delle azioni, in caso di vendita al pubblico, dovrà essere stabilito ad un livello tale da rendere conveniente la sottoscrizione, saranno così esclusi rilevanti sovrapprezzi ed i prezzi saranno simili ai valori nominali delle azioni.

Le trattative andranno a comprendere tra gli altri *stakeholder* anche i dipendenti, perché spesso tali operazioni prevedono riduzione del personale o delle ore di lavoro. L'integrazione delle organizzazioni sindacali e dei lavoratori alle trattative è un momento estremamente delicato all'interno del processo e nella maggior parte dei casi l'assenza del loro consenso renderà impossibile l'attuazione del Piano.

Sono frequenti i casi in cui il declino aziendale si è trasformato in una vera e propria crisi a causa dell'ostruzionismo praticato da parte dell'associazioni sindacali. Per questi motivi il *management* dovrà affrontare le trattative con tali soggetti con la massima chiarezza, tempestività, razionalità, impegno, comprensione ma soprattutto credibilità.

¹¹⁶ S. Sciarelli; *La crisi d'impresa*; CEDAM; Padova; 1995.

I sacrifici richiesti ai lavoratori hanno probabilità maggiore di essere accettati quando presentano tali caratteristiche:

- appaiono, in termini di occupazione, il male minore ed inevitabile, nel senso che le alternative al progetto di turnaround comporterebbero sacrifici ulteriormente negativi;
- ci siano ottime probabilità che quanto prestabilito venga rispettato;
- venga dimostrata la loro obbligatorietà e necessità, con riguardo alle misure predisposte ed ai tempi d'attuazione;
- offrano compensi adeguati nei confronti dei soggetti che abbiano dovuto compiere un sacrificio a seguito della ristrutturazione.

2.3.4 Gestire l'emergenza

Dopo aver raggiunto l'accordo sul progetto di turnaround, questo dovrà essere messo in pratica, la prima fase d'attuazione del Piano è sicuramente quella più delicata in quanto si tratterà di gestire l'emergenza, cercando di ridurre quanto più possibile le perdite subite. Le azioni da intraprendere saranno ricollegate alla gravità della situazione, maggiore sarà l'emergenza e più rapide ed incisive dovranno essere le azioni poste in essere. Come già ripetuto, l'obiettivo principale sarà la sopravvivenza dell'azienda, per evitare che la crisi sfoci in cessione dell'attività o liquidazione dell'impresa. Anche nei casi in cui la situazione non sia così grave, l'obiettivo sarà sempre quello di limitare quanto più possibile le perdite di cassa, riducendo le uscite, conservando le risorse finanziarie e cercando di massimizzare quanto più possibile le entrate.

Tra le prime azioni poste nel corso di un turnaround troviamo quelle sui ricavi. Agire sui ricavi vuol dire aumentare i volumi ed i prezzi, ma in questa fase così delicata risulterà difficile praticare tali politiche.

Aumentare i volumi è una politica aziendale posta in essere da parte di imprese che si trovano in condizioni favorevoli di mercato, quindi non attuabile facilmente in un contesto di difficoltà, l'azione che dovrebbe essere realizzata è quella di riduzione del prezzo con l'obiettivo di stimolare la domanda il più possibile, ma di rado tale manovra riesce ad

incrementare i volumi compensando i prezzi più bassi, nella maggior parte dei casi tale politica fallisce, sottraendo risorse fondamentali per la ripresa.

Allo stesso modo risulta ardua ed infrequente la manovra di aumento dei prezzi, in quanto questa richiederebbe un dispendio di risorse, investimenti e tempi, che un'azienda in dissesto non possiede.

Un'altra azione che è possibile compiere è quella della riduzione dei costi, ma una riduzione dei costi troppo aggressiva nei confronti di una determinata area di produzione, potrebbe compromettere la capacità di recupero dell'impresa nel corso del dell'ultima fase di stabilizzazione del turnaround, per questo i tagli di costi che verranno fatti non dovranno compromettere in nessun modo l'esito dell'operazione.

Si potranno distinguere due tipi di azione sui costi: una sul rapporto tra costi fissi e costi variabili; l'altra sui singoli elementi di costo. Si tratta di due azioni tra loro complementari. Nel corso di una crisi i costi fissi risultano spesso più elevati rispetto ai costi medi fissi del mercato, la crisi andrà a far diminuire la domanda, riducendo i volumi di produzione e di vendita, facendo così aumentare i costi fissi sulle singole unità prodotte. Obiettivo del turnaround sarà quello di diminuire quanto più possibile i costi fissi, tenendo i costi fissi inferiori a quelli variabili si andrà ad avere un aumento della flessibilità.

Il secondo tipo d'azione di costo, comporterà operazioni sui singoli elementi di costo. Lavoro, acquisti, nuovi prodotti e/o servizi, nuovi metodi di produzione e fonti di capitale sono le aree in cui si opererà.

La riduzione dei costi è uno degli obiettivi principali di ogni impresa, che sia questa in crisi o meno, quindi si può percepire quanto sia di difficile attuazione da parte di un'impresa che verte in stato di difficoltà.

L'abbassamento dei costi avrà due parametri di cui si dovrà tener conto, essi sono: il costo passato che ha sofferto l'impresa ed i costi che sono sofferti da parte dei *competitors*.

Il costo sofferto da parte dei concorrenti avrà un valore particolare, in quanto i rivali andranno ad investire risorse per migliorare la loro capacità produttiva mentre l'impresa *target* investirà risorse per il risanamento, in questo modo i concorrenti che sapranno sfruttare gli eventi negativi degli altri cresceranno sempre di più a discapito dell'impresa in difficoltà.

Le azioni sugli acquisti, sono un'ulteriore categoria di azioni che spesso vengono poste in essere nel corso di un'operazione di turnaround, esse consistono in un taglio netto dei costi nei confronti dei fornitori. Solitamente un'impresa in turnaround compirà due azioni nei confronti dei propri fornitori: una a breve termine, come la riduzione della percentuale sui prezzi; ed un'altra a lungo termine, come la riduzione del numero dei fornitori o la ricerca di fornitori che producano ad un costo più basso.

Un'azione aggiuntiva che possiamo individuare nel corso di un turnaround è quella sul costo lavoro, solitamente questo è il primo elemento di costo su cui si concentra il Piano. In questi casi dovrà essere attentamente valutato quanto incida negativamente una riduzione dei costi del lavoro sulla qualità del prodotto o servizio.

Per ridurre i costi lavoro le imprese utilizzano quattro tipologie d'intervento:

1. riduzione dell'organico, sicuramente la più frequente per un'impresa in crisi;
2. riduzione delle remunerazioni, ottenendo un immediato riscontro positivo sul conto economico;
3. partecipazione del lavoro al capitale come contropartita al taglio della remunerazione, sono numerosi i sostenitori del risultato positivo di tale metodo, che vede una partecipazione azionaria dei dipendenti, diverse ricerche attestano che tale politica comporta un miglioramento della produttività, degli utili e dei prezzi dell'azioni;
4. intervento dello Stato, il licenziamento o la riduzione dell'orario di lavoro sono le modalità più immediate con cui l'impresa può ridurre i costi a seguito di una diminuzione delle vendite. Nei Paesi industrializzati sono frequenti gli interventi da parte dello stato per "armonizzare" lo *status* di crisi in cui verte l'impresa, ad esempio in Italia abbiamo la cassa integrazione guadagni¹¹⁷, essa rappresenta una forma di aiuto da parte dello stato nei confronti delle imprese che vertono in stato

¹¹⁷ **La cassa integrazione guadagni** o CIG è un istituto previsto dalla legislazione italiana consistente in una prestazione economica, erogata dall'**INPS** o dall'**INPGI**, a favore dei lavoratori sospesi dall'obbligo di eseguire la prestazione lavorativa o che lavorino a orario ridotto. La **ratio legis** è quella di venire incontro alle aziende che si trovano in una momentanea difficoltà economica, sgravandole solo in parte dei costi della manodopera temporaneamente non utilizzata.

di difficoltà economica ed evita che siano generate perdite maggiori a seguito della chiusura dell'attività aziendale.

Oltre a quelli sopracitati sono molti altri gli interventi che possono generare un *cash flow* positivo, come: un miglior controllo delle scorte, attraverso l'applicazione di una strategia **JIT** (*just in time*) che punterà a mantenere basse le scorte delle materie prime, cercando di detenere in magazzino solo la misura necessaria, riducendo così il tempo di permanenza delle materie ed anche i costi di gestione del magazzino e dei materiali; la ricerca di nuovi metodi di produzione, con un'accurata selezione degli investimenti da effettuare nel settore di ricerca e sviluppo; la riduzione dei tempi di incasso dei crediti; l'affidamento esterno di produzioni e servizi, che anche se più costosa crea una maggiore flessibilità.

Un'altra strategia attuata nel corso di un'operazione di turnaround è quella della ristrutturazione del debito con lo scopo di ridurre il peso degli oneri finanziari. L'obiettivo in questo caso sarà quello di ridurre le pressioni sul CE, ciò potrà essere raggiunto attraverso due modalità: la richiesta nei confronti del creditore, che nella maggior parte dei casi è una banca, di convertire i crediti in capitale o di convertirli in un prestito obbligazionario, con tassi differenti e scadenze maggiori; o con la proposta di sottoscrizione di nuovo capitale (che provocherà una riduzione del debito). In fase di recessione è raro che queste proposte abbiano successo, la loro riuscita dipenderà dalle cause della crisi, dalla credibilità del Piano e dalle decisioni dei creditori.

2.3.5 Il riequilibrio ed il ritorno alla crescita

Con il conseguimento di tutte le azioni prestabilite il turnaround entra nella lunga fase di stabilizzazione attraverso la creazione di nuovo valore.

Ritornale alla normalizzazione significa applicare quanto predisposto all'interno del Piano, adottando nel corso dell'operazione i diversi correttivi opportuni e necessari, riuscendo così ad arginare, fino a bloccare, le perdite ed ottenendo un primo riscontro positivo sul mercato.

Tali risultati potranno essere conseguiti lì dove le premesse di partenza siano buone e ci sia volontà, impegno e dedizione di portare il Piano a compimento.

Premesse e volontà non sono però gli unici due elementi necessari per un buon esito del processo, all'interno della fase di normalizzazione per ottenere un ritorno ad un livello ideale di profitto, l'azienda dovrà valutare quali aree d'affari ha intenzione di mantenere e quali invece cedere, la scelta dipenderà da considerazioni sia economiche che finanziarie.

Si tenderà a mantenere quelle aree capaci di produrre risultati futuri o che costituiscono *core business*, mentre si cederanno quelle incapaci di generare reddito o che non siano essenziali all'attività principale dell'impresa, in tal caso l'obiettivo è il miglioramento del *leveraged*, riportando l'indebitamento ad un livello fisiologico o ad un'efficace gestione della liquidità.

L'attenzione da porre nelle operazioni programmate al miglioramento dell'efficienza acquista una massima importanza. La gestione di tutti gli interventi rappresenta un aspetto critico nella riuscita del Piano, in quanto si tratterà di attuare i tagli prestabiliti ed applicare tutte le operazioni volte a raffinare la produttività.

Un'accurata attenzione dovrà essere posta nei confronti di determinate aree aziendali, come quella amministrativa, quella di controllo di gestione e di *marketing*, tenendo conto della delicatezza del processo che porterà diversi mutamenti sia organizzati, sia a livello di risorse umane che a livello di responsabilità.

Infine dovrà essere recuperata la fiducia e la credibilità persa a causa del declino o della crisi.

Per ciò che concerne la credibilità esterna questo sarà un elemento essenziale se si intende recuperare e rafforzare il rapporto con gli *stakeholder* ed ottenere concessioni "normali" all'interno del mercato.

Ma allo stesso modo non dovrà essere trascurata neanche la credibilità interna all'azienda, la ripresa dell'attività avrà il compito di infondere tranquillità e sicurezza al personale, che riuscirà in questo modo a ritrovare l'entusiasmo perso dopo il dissesto.

Nel corso di un'operazione di turnaround spesso ci troviamo a fronteggiare un mutamento strategico che comporta anche un cambiamento culturale dell'impresa, quest'ultimo rappresenta un fattore critico per la riuscita dell'operazione¹¹⁸.

In letteratura¹¹⁹ la cultura appare uno dei maggiori ostacoli al cambiamento, quando questo verrà effettuato nel miglior dei modi, necessariamente andrà a modificarsi anche la cultura aziendale.

Quando l'impresa riesce nuovamente a ricreare valore, il processo di turnaround potrà essere definito concluso, finché non ci sarà tale ritorno non potrà affermarsi che l'impresa sia in equilibrio.

Nel corso della stabilizzazione abbiamo un abbandono delle strategie destinate all'immediato, necessaria per la fase iniziale del processo e per comprimere quanto più possibile le perdite, favorendo l'applicazione di strategie di medio-lungo termine, orientate ad uno sviluppo graduale e mirato dell'attività d'impresa. La gradualità sarà volta ad evitare un ritorno allo squilibrio.

La scelta di strategie a lungo termine rappresenterà il segnale per il mercato che l'azienda è pronta a concludere il processo di turnaround e tornare all'equilibrio originario.

2.4 I fattori critici di successo del turnaround

La letteratura individua quattro regole principali affinché un'operazione di turnaround abbia successo sul mercato ed esse possono essere così riassunte:

1. La creazione di nuovo *management* che abbia l'autorità di prendere nuove decisioni anche di tipo drastico, attraverso l'individuazione di una figura *leader* che possa assumersi la responsabilità delle azioni e che diventi il simbolo della strategia sia all'interno che all'esterno. Lealtà e trasparenza saranno le caratteristiche che dovranno muovere il suo rapporto con gli *stakeholder*, questo

¹¹⁸ L. Sicca, F. Izzo; *La gestione dei processi di turnaround. Un caso esemplare: la Pirelli S.P.A.*; Edizioni Scientifiche Italiane; Napoli; 1995.

¹¹⁹ J. Hendry, V. Hope; *Cultural changes and competitive performance*; European Management Journal; Dicembre 1994.

inoltre dovrà ottenere il sostegno degli azionisti e dei finanziatori, per poter agire con facilità ed ottenere in brevi tempi il risanamento dell'azienda.

2. La realizzazione di un *core business* competitivo, l'impresa successivamente ad i tagli effettuati a seguito del processo di turnaround dovrà proteggere il proprio *core business*, incrementando l'attività di quell'area e puntando al raggiungimento di un *cash flow* positivo.
3. L'ottenimento di finanziamenti adeguati, per un'impresa che inizia un turnaround non è semplice ottenere i finanziamenti, questa si troverà già in una situazione di forte indebitamento, nell'impossibilità di competere, con un piano strategico che ancora non è operativo in quanto necessità delle risorse adeguate per poterlo porre in essere. Per ottenere i finanziamenti l'impresa potrà scegliere tra tre strade: ricorrere al prestito, aumentare il capitale o generare liquidità internamente. La soluzione migliore tra le tre prospettate è sicuramente la forma di finanziamento tramite banche o altre istituzioni finanziarie, grazie al loro appoggio dipenderà il successo o meno del turnaround (come accade nel caso del private equity).
4. Cercare di motivare l'organizzazione il più possibile, se ci troviamo di fronte ad un'organizzazione non motivata qualsiasi operazione posta in essere sfocerà in un insuccesso, in questo sarà fondamentale il ruolo del *leader*, che dovrà comportarsi da guida motivazionale per tutti gli attori che parteciperanno al processo, ottenendo fiducia e credibilità per il progetto.

2.5 Gli attori nel turnaround

All'interno di questo paragrafo lo scopo principale sarà quello di analizzare quali sono gli attori più importanti che partecipano al processo di turnaround e qual è il ruolo ricoperto da questi.

In primo ruolo la nostra attenzione deve focalizzarsi sul consiglio di amministrazione.

Il cda gioca un ruolo fondamentale, in quanto lo *status* in cui l'impresa si trova dipenderà anche dalle scelte che sono state prese da questo organo, il cda sarà il primo ad avere la

possibilità di riconoscere la situazione di declino o di crisi ed il suo compito sarà proprio quello di individuarla in modo tempestivo, per poter porre un rimedio immediato.

Ruolo centrale verrà assunto anche dagli amministratori indipendenti che, proprio a causa della loro indipendenza, dovrebbero effettuare le scelte migliori per l'impresa senza nessun fine personalistico, dando così inizio alla ristrutturazione.

Una volta avviato il processo di turnaround anche se non conviene sostituire l'intero corpo del cda, conviene sostituire i membri che presentano un legame maggiore con il vecchio regime, i quali potrebbero facilmente andare a distrarre il nuovo *management* dalla gestione operativa.

La scelta migliore sarebbe quella di sostituire i membri del cda con dei professionisti in grado di colmare tutti i campi scoperti, oppure inserire soggetti esterni all'impresa che abbiano maturato una certa esperienza nel settore in cui opera l'impresa *target* (ad esempio *ex-competitors*).

Di solito risulta necessario conservare alcuni membri della precedente gestione, sia nel caso in cui questi non siano responsabili della crisi, ma anche nel caso in cui si vogliono conoscere direttamente le informazioni relative alla storia aziendale o nel caso in cui si voglia avere un punto di riferimento nella gestione dei rapporti con gli *stakeholder*.

Attore principale all'interno di questo processo è senza nessun dubbio il *turnaround manager*, esso assumerà il ruolo di amministratore delegato ed avrà il compito di salvaguardare l'intera operazione di turnaround.

La prassi operativa vuole che l'individuazione di tale organo sia una delle prime azioni da compiere nel corso di un'operazione di turnaround, ma il problema principale consiste nell'individuare quale soggetto debba compiere tale scelta.

Nella teoria la scelta ricade tra le funzioni del cda, ma nella prassi quando il cda non dimostra indipendenza e determinazione potrà succedere che la scelta venga presa da parte di un amministratore indipendente od altro soggetto.

Sempre più frequentemente la scelta viene lasciata agli *stakeholder*, a causa dei grandi sacrifici/rischi che vengono richiesti a quest'ultimi, questo risulta sicuramente essere il caso dell'intervento da parte di investitori istituzionali, come accade nei fondi di private equity.

L'influenza dei soggetti esterni, se troppo eccessiva, potrebbe causare una riduzione del grado di libertà dell'impresa, portando in questo modo a perseguire obiettivi che sono del tutto esterni a quelli dell'azienda.

La scelta del *turnaround manager* ovviamente sarà differente da caso a caso, ciò che dovrà essere valutato sono le necessità dell'impresa *target*, compiendo una scelta tra un soggetto esperto nel settore o un soggetto con specifiche competenze e *background* per le operazioni di turnaround.

Inoltre il *turnaround manager*, come già detto, dovrà possedere caratteristiche di *leadership*, di risoluzione immediata, di chiarezza e di trasparenza; tra le altre qualità di cui un ottimo *turnaround manager* non potrà fare a meno troviamo una buona capacità di *execution* (fare).

Altro essenziale gruppo di attori è rappresentato dagli *stakeholder*, con tale termine si intendono tutti quei soggetti che non sono direttamente interni all'azienda ma che posseggono una situazione d'interesse nei confronti di questa e della sua attività. La gestione degli accordi con gli *stakeholder* è una delle fasi più critiche del lavoro del *turnaround manager* al momento della trattativa sul Piano.

All'interno di questo gruppo troviamo: azionisti, investitori, banche ed enti finanziatori, obbligazionisti, dipendenti, sindacati, clienti, fornitori, enti pubblici di regolamentazione, ecc.

Ognuno di essi avrà un ruolo più o meno centrale nell'operazione di turnaround e nella ricreazione di valore dell'impresa *target*, agli stessi saranno richiesti sacrifici per far sì che l'impresa ritrovi il suo equilibrio originario (es. taglio del personale).

Una buona gestione degli *stakeholder*, nella maggior parte dei casi, è ricollegabile ad una buona, chiara e tempestiva comunicazione tra quest'ultimi e l'impresa.

Tra il ruolo dei diversi *stakeholder* la nostra attenzione si è posta su quello degli investitori istituzionali, che operano tramite fondi di private equity, e sulle opportunità che si creano per loro attraverso il finanziamento. Sono diverse le opportunità per gli investitori che

decidono di finanziare un'impresa attraverso un'operazione di turnaround, tra queste bisogna annoverare¹²⁰:

- l'acquisto a titolo di sconto, per la scarsa appetibilità delle aziende in crisi e la mancanza di *benchmark* di mercato;
- l'acquisto di rami d'azienda conseguenti a procedure concorsuali, senza un accollo del debito eccedente il reale fabbisogno gestionale;
- il recupero tempestivo del valore, attraverso l'eliminazione delle situazioni di "incaglio" gestionale e finanziario: con lo sblocco di nuove linee di credito ed il recupero del rapporto con i fornitori.

Nell'ordinamento italiano tra gli *stakeholder* che assumono una notevole importanza troviamo le banche, approfondiremo della loro funzione nei paragrafi successivi.

Nel corso degli ultimi anni ruolo sempre più rilevante è stato assunto da parte dei consulenti professionali, che in un numero sempre maggiore di casi riescono a rispondere alle esigenze delle imprese e degli attori all'interno del processo di turnaround.

Ultimo attore, ma sicuramente non per importanza, sarà necessariamente la società *target* di questa parleremo nel paragrafo successivo.

2.5.1 La società *target*

Con il termine società *target* si intende la società che verte nello stato di difficoltà, l'individuazione della stessa sarà necessario soprattutto se si intendo compiere azione di finanziamento.

Nella maggior parte dei casi, particolarmente in paesi come l'Italia, sarà la stessa società a ricercare il finanziamento, che possa essere questo a titolo di debito o di capitale di rischio.

In paesi in cui il finanziamento attraverso capitale di rischio è più sviluppato, potrà presentarsi il fenomeno inverso, cioè saranno gli stessi investitori istituzionali ad

¹²⁰ Alberto Franzone; *op. cit.*

individuare gli *standard* e le qualità che ricercano in una società per poter compiere il loro finanziamento.

In ogni caso l'investitore andrà sempre a valutare prima di compiere l'investimento il *core business* dell'impresa, il mercato in cui questa opera ed il suo posizionamento strategico. Meno rilevante sarà la figura dell'imprenditore, il quale potrebbe essere coinvolto più su di un piano emotivo che su quello strategico/gestionale.

Sul piano strategico saranno tre le aree su cui porrà attenzione l'investitore istituzionale: la dimensione del mercato, la strategia di mercato ed il piano di *marketing*.

La dimensione del mercato sarà necessaria per la quantificazione della quota di mercato potenziale.

Invece la strategia di mercato, aiuterà l'investitore a comprendere dove vuole arrivare l'impresa e congiuntamente alla dimensione del mercato a capire le potenzialità dell'impresa.

Infine il piano di *marketing* servirà a descrivere le azioni che si compiono per raggiungere il livello di vendite prospettato.

Nelle operazioni di turnaround il prodotto dell'impresa tende ad assumere un ruolo di minor importanza per la valutazione dell'impresa, rispetto alle operazioni di *early stage* (di cui abbiamo parlato nel primo capitolo) in cui questo risulta avere un ruolo primario.

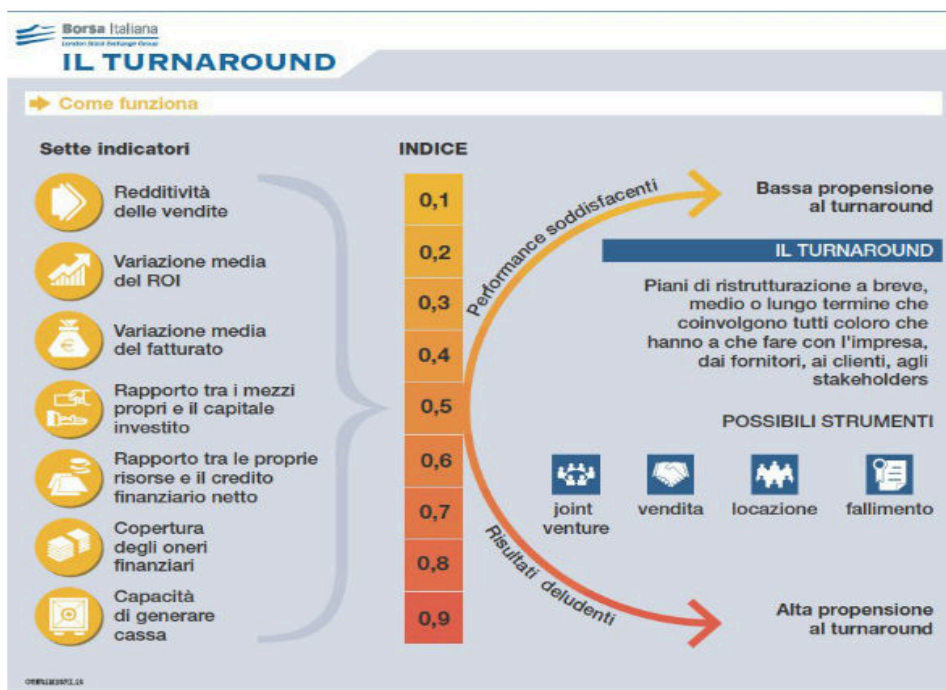
Secondo uno studio pubblicato sul sito di Borsa Italiana¹²¹, all'interno di questo contesto assumerà grande importanza il *Turnaround Index*, indice che misura le capacità finanziarie e patrimoniali di un'azienda. Esso avrà valori compresi tra 0,1 e 0,9, ovvero da *performance* soddisfacenti con bassa propensione al turnaround a risultati deludenti con elevata probabilità di turnaround. L'indice stabilisce se esiste un rischio più o meno elevato per una società di entrare in crisi.

Sono sette gli indicatori utilizzati per valutare la *performance* di un'azienda:

1. la redditività delle vendite, o ROS;
2. la variazione media del ROI;
3. la variazione media del fatturato;

¹²¹Borsa Italiana; *Turnaround. Il piano di risanamento di un'azienda in difficoltà*; SOTTO LALENTE; Marzo 2017; <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/turnaround-215.htm> .

4. il rapporto tra i mezzi propri ed il capitale investito;
5. il rapporto tra le proprie risorse ed il credito finanziario netto;
6. la copertura degli oneri finanziari;
7. la capacità di generare cassa.



fonte www.borsaitaliana.it

2.5.2 L'implementazione del turnaround da parte delle banche

Tra i diversi attori coinvolti nel processo di turnaround abbiamo citato anche le banche, in un sistema banco-centrico¹²², come quello italiano, esse potranno assumere un ruolo centrale nel corso delle operazioni.

¹²² Un sistema di tipo banco-centrico andrà a prediligere il capitale di debito con forti tassi d'interesse, riducendo così il potenziale di investimento e lo sviluppo delle imprese, che rimarranno legate al debito bancario. Come già esposto nel primo capitolo, tale sistema rende difficoltosa l'attuazione di investimenti nel capitale di rischio e di conseguenza lo sviluppo di investitori istituzionali. Per questi motivi un Piano turnaround realizzato attraverso fondi di private equity è un'operazione molto rara all'interno di un sistema banco-centrico come quello italiano.

I vantaggi dell'intervento bancario potranno essere sia finanziari, a titolo di debito bancario, ma anche non finanziari e su questi focalizzeremo la nostra attenzione.

Quando la banca non si impegnerà ulteriormente con mezzi finanziari si intende che non aumenteranno né le perdite di credito né il rispettivo rischio, essa si impegnerà ad intervenire direttamente nell'evoluzione del Piano strategico andando ad accelerare il processo.

L'aiuto non finanziario da parte delle banche può essere suddiviso in tre modalità:

1. la banca come principale moderatrice e coordinatrice delle trattative con i creditori;
2. la banca come intermediario di contatti economici come: consulenti, *manager* di crisi, *partner* strategici, ecc.;
3. la banca come consulenza attraverso i suoi rappresentanti finanziari, per creazione e realizzazione di provvedimenti anche non finanziari.

Per ciò che riguarda il momento più adatto dell'intervento bancario, questo è spesso fonte di critica: se la banca agisce troppo presto, potrebbe essere accusata di non avere la legittimazione ad intervenire e violare così la libertà decisionale dell'impresa; se invece la banca tardasse nell'intervento potrebbe affermarsi che quest'ultima abbia violato il principio di accuratezza del controllo del rischio a scapito dei propri azionisti e indirettamente andrebbe a contribuire alla creazione di danni economici.

2.6 Un modello americano: la “*Pre-Packaged Bankruptcy*”

Un ulteriore forma di risanamento per le imprese in crisi può essere riscontrata nella pratica di *Pre-Packaged Bankruptcy*, che può essere letteralmente tradotto con l'espressione “riorganizzazione giudiziaria *pre-concordata*”.

Questa pratica si è sviluppata soprattutto oltreoceano e costituisce una forma ibrida tra la via privatistica e quella pubblicistica per affrontare una crisi d'impresa.

Tale pratica costituisce una ricostruzione del passivo attraverso una *pre*-negoiazione con la totalità dei creditori o con la maggioranza di questi, che poi verrà formalmente realizzata attraverso l'applicazione del *Chapter 11*¹²³.

La domanda di ammissione alla procedura pubblica che si svolge dinnanzi al giudice, terrà conto degli accordi conclusi con i creditori.

La prima impresa sottoposta a tale procedura è stata la *Crystal Oil Company*¹²⁴, nel 1986, l'impresa in questione si occupava della ricerca e della produzione di petrolio e di gas naturale. Dopo soli tre mesi dalla presentazione della domanda all'ammissione alla procedura prevista da *Chapter 11* l'impresa riuscì a realizzare una completa ristrutturazione del passivo.

La realizzazione avvenne attraverso l'offerta ai creditori di una combinazione di titoli di credito, di azioni ordinarie e privilegiate, di *warrants* d'acquisto e di altre azioni ordinarie. L'accordo con i creditori, attraverso cui questi si mostrarono favorevoli all'attuazione del Piano, ha consentito che la ristrutturazione avvenisse in tempi brevi, facendo in modo che l'impresa riuscisse nuovamente a ritrovare l'equilibrio originario senza dispensare troppe risorse o tempi d'attuazione.

Tale forma ibrida d'intervento presenta gli aspetti favorevoli di ambedue le operazioni (pubblica e privata) e riduce i problemi ricollegati ai *workout*.

L'operazione in questione riduce il problema dei creditori e degli *stakeholder* "non aderenti" al Piano, infatti nelle operazioni di turnaround è richiesta una media di partecipazione di almeno il 90% degli *stakeholder*, mentre nel *Pre-Packaged Bankruptcy* sono richieste le percentuali pubbliche corrispondenti a non meno dei 2/3.

La pratica ibrida preserva l'integrità dei creditori originari e consente la conservazione dei benefici fiscali.

¹²³ *Chapter 11*, letteralmente anche "Capitolo 11" è una norma della legge fallimentare statunitense, costituisce una forma di risanamento aziendale sviluppatasi negli Stati Uniti. La legge in questione è un'alternativa alle leggi statali e consente la ristrutturazione delle imprese che vertono in grave dissesto finanziario.

Lo scopo sarà quello di attuare una procedura di riorganizzazione e non di liquidazione, col fine di risanare l'impresa in crisi. Il piano di risanamento proposto dovrà essere approvato da parte del giudice, nell'infelice caso in cui fosse rigettato dal giudice o non sia possibile proseguire alla sua realizzazione, il giudice potrà convertirlo con la procedura del *Chapter 7* e così avviare la liquidazione.

¹²⁴ L. Guatri; *op. cit.*

Secondo la letteratura¹²⁵ la forma mista del *Pre-Packaged Bankruptcy* svolge una funzione effettiva, quando una parte significativa (per quantità ed importo) di creditori raggiunge gli accordi di natura stragiudiziale, quindi prima della presentazione della domanda al Tribunale. Il raggiungimento dell'accordo sarà facilitato proprio dalla presenza della successiva procedura dinnanzi al Tribunale, dove la maggioranza delle adesioni andrebbe completamente ad eliminare i comportamenti sfavorevoli (di “non adesione”) degli altri creditori che aspirano ad ottenere privilegi di trattamento.

La procedura davanti al giudice, come si evince nel caso della *Crystal Oil Company*, sarà molto più celere, in quanto il giudice dovrà semplicemente controllare la conformità del Piano e la presenza delle necessarie adesioni, favorendo la ristrutturazione dell'azienda in tempi molto brevi.

2.7 Il fenomeno del turnaround in Italia

In Italia le aziende che riescono ad uscire indenni da una situazione di declino o crisi, con le proprie forze, sono relativamente poche. Molto più frequenti sono i casi in cui le imprese vengono “salvate” grazie ad interventi pubblici volti a tutelare interessi di ordine generale o scopi di natura sociale. Il salvataggio con mezzi statali è uno strumento che viene utilizzato solo in *extremis*, in quanto sottintende quasi sempre uno squilibrio tra il costo dell'intervento ed i recuperi possibili, limitando il numero di aziende alle quali potrà essere applicato.

In determinate occasioni le operazioni di risanamento sono state compiute da parte di soggetti privati, privati investitori operanti nello stesso settore dell'impresa in crisi. I concorrenti si trovano in una posizione privilegiata di intervento, in quanto sono in grado di comprendere i motivi della crisi, lo stato in cui l'azienda si trova e riusciranno facilmente a quantificare il valore.

Le operazioni di turnaround in Italia sono un fenomeno che presenta radici addietro nel tempo, anche se solo negli ultimi anni ha ottenuto un successo maggiore. Tale successo è

¹²⁵ Jhon j. Mc Connel; *The economics of Pre-packaged Bunkruptcy*; Journal of Applied Corporate Finance; Vol. 4, n. 2; 1991.

dovuto: all'ingresso nel mercato italiano, nel corso degli anni '90, di diverse società e gruppi di società di grande dimensione; alla comparsa di società di consulenza, studi professionali e diversi operatori specializzati nelle operazioni di turnaround da crisi su basi privatistiche; all'entrata in vigore di norme che facilitano l'intervento bancario nel capitale delle imprese (es. D.M. 22/6/1993) e di disposizioni di vigilanza agevolative di tali interventi; ed infine alla forte connotazione di difficoltà e di squilibrio finanziario che frequentemente caratterizza le recenti crisi¹²⁶.

Quello che intendiamo analizzare in questa sede sono gli elementi che caratterizzano il fenomeno di turnaround italiano rispetto al modello sopradescritto.

Per quanto riguarda il coinvolgimento degli *stakeholder*, raramente il fenomeno italiano comprende i fornitori, questa categoria è quasi del tutto assente a differenza di quanto succede negli Stati Uniti, dove crea i maggior problemi.

Ruolo centrale nel nostro sistema, come già descritto¹²⁷, sarà ricoperto dalle banche, esse rappresentano il più importante creditore per le imprese italiane. Le banche parteciperanno alla ristrutturazione finanziaria attraverso il consolidamento dei debiti a medio-lungo termine, la rinuncia a crediti per capitali ed interessi e con la partecipazione ad operazioni di ricapitalizzazione¹²⁸.

Tra gli altri soggetti esterni che andranno a ricoprire un ruolo centrale in Italia troviamo il personale, come già definito in precedenza, i primi tagli che solitamente vengono compiuti nel corso di una crisi aziendale sono quelli nei confronti dei dipendenti, in quanto sono quelli che possono essere effettuati in tempi celeri, attraverso interventi gestionali di cancellazione/cessione di aree di attività.

In questi casi sarà focale la figura ricoperta da parte delle organizzazioni sindacali, nei paesi caratterizzati da relazioni industriali conflittuali (come l'Italia) sarà necessario giungere ad un accordo con il personale per attuare il Piano di ristrutturazione, tale accordo non è di facile sottoscrizione e quanto più tarda ad arrivare, tanto più l'imprsa aggraverà il suo *status*.

¹²⁶ L. Guatri; *op. cit.*

¹²⁷ Vedi paragrafo 2.5.2.

¹²⁸ F. Riolo; *Convenzioni interbancarie per la soluzione di crisi aziendali*; Edibank; 1994.

In Italia questa fase assume una funzione delicata e complessa, in quanto esige tempo e sacrifici, rappresentati da compensi addizionali pagati ai lavoratori licenziati, dall'onere generato dalle provvisorie sospensioni di lavoro, dalla riduzione dell'attività (a causa di scioperi) e dall'inefficienza generata da situazioni conflittuali più o meno prolungate.

Per ciò che concerne il *management*, nella maggior parte dei casi italiani è possibile riscontrare la presenza di un unico imprenditore, che potrà essere rappresentato da un singolo, da una famiglia o da un gruppo ristretto di azionisti di controllo legato da accordi stabiliti. Per questo sarà necessario fare una distinzione tra *manager*-professionali e *manager*-azionisti.

Per i primi, l'allontanamento o meno dall'attività aziendale dipenderà essenzialmente dai risultati conseguiti, dalle capacità dimostrate e dalle responsabilità del dissesto, ma solitamente saranno i soggetti sacrificabili al momento del cambiamento del *management*. Discorso completamente diverso deve essere fatto nei confronti dei *manager*-azionisti, la cui sostituzione andrà a presupporre l'adesione al provvedimento. Solitamente la loro sostituzione sarà legata ad una richiesta da parte degli *stakeholder* di introdurre una figura di loro fiducia nel *management*.

La situazione peggiore si verifica quando gli azionisti di maggioranza, a seguito di massicce perdite di capitale, abbiano completamente perso la fiducia da parte dei creditori. Quando la fiducia non sia stata del tutto persa, sarà possibile fare una semplice integrazione del *management*, attraverso l'introduzione di figure specializzate nella ristrutturazione di un'impresa in crisi.

Altra figura su cui bisogna soffermare la nostra analisi sono gli azionisti, in questo caso occorrerà distinguere se si parla di società quotate o società non quotate.

Nelle società non quotate il destino dei capitali investiti e del controllo dell'azienda dipenderà dal Piano di turnaround, e sarà correlato a tre circostanze:

1. dalla situazione patrimoniale con cui l'impresa si presenta con riferimento ad una aggiornata a cui punta ad arrivare dopo l'operazione, ovviamente certificata da parte di esperti;
2. dalle esigenze di nuove immissioni finanziarie a titolo di capitale e dalla capacità dei vecchi azionisti di parteciparvi;

3. dalla misura in cui la crisi abbia modificato l'immagine o la credibilità dei vecchi azionisti di controllo, rendendo più o meno favorevoli al Piano gli *stakeholder*, soprattutto se tra questi ci siano grandi creditori.

Una complessità maggiore sarà riscontrata nel caso di società quotate, dove oltre a singoli azionisti di maggioranza, famiglie o gruppi d'azionisti accordati, si dovranno tenere in considerazione anche le opinioni dei piccoli azionisti, che sono rimasti del tutto esterni alle vicende negative del passato. Il Piano strategico, infatti, dovrà essere posto anche alla loro attenzione con particolare attenzione per gli aspetti che li riguardano. Il punto controverso in questi casi, non è tanto l'aumento di capitale richiesto, ma le condizioni a cui è sottoposto tale aumento.

Per quanto riguarda la struttura del piano questo solitamente è suddiviso in premesse, interventi programmati, previsioni finanziarie per il futuro e gestione e controllo del piano¹²⁹.

All'interno delle premesse troveremo gli obiettivi del Piano, le ragioni della crisi, le caratteristiche della società o del gruppo di società ed infine la situazione patrimoniale di partenza del turnaround.

Invece negli interventi programmati troviamo le azioni che si intendono effettuare per supplire allo *status* di crisi, come: dismissioni, interventi gestionali e ristrutturazione dell'indebitato.

¹²⁹ L. Guatri; *op. cit.*

Il ruolo dei fondi di private equity nelle operazioni di turnaround

3.1 L'investimento in situazioni di crisi

Dopo aver illustrato all'interno del primo capitolo come funziona l'attività degli investitori di private equity ed esserci focalizzati su specifiche operazioni effettuate nei confronti di imprese in declino nel secondo capitolo, si vuole all'interno di questa sezione congiungere i due aspetti per trattare un tema poco sviluppato nel territorio italiano, ossia il finanziamento attraverso l'apporto di capitale di rischio nei confronti di imprese che attraversano uno *status* di crisi.

Alcuni operatori esperti nel campo del *turnaround financing* si sono approcciati a questa nuova forma di finanziamento, del tutto moderna per il mercato europeo; nel primo capitolo abbiamo analizzato le origine del fenomeno del private equity e del suo successo all'interno del continente americano, dove frequentemente è utilizzato come mezzo di "salvataggio" per imprese in stato di declino; in Europa, eccetto il territorio britannico fortemente influenzato da parte del mercato americano, la forma di finanziamento attraverso fondi di private equity si è sviluppata solo in epoca recente e non ha ottenuto lo stesso successo d'oltreoceano, tra queste forme rientrano anche le operazioni attraverso la costituzione di *turnaround fund*, fenomeno quasi inesistente nel mercato italiano a fronte di solo 3 operazioni nel corso del 2016.

3.2 Il *turnaround fund*

Recentemente sulla scia del mercato americano, anche in Europa, si è sviluppata la figura del *turnaround fund*, cioè quei fondi di private equity destinati ad essere utilizzati per il

finanziamento di imprese che si trovano in stato di tensione economico-finanziaria, se non di fallimento, con l'obiettivo di risanarle e di rilanciarle all'interno del mercato.

Quando un'impresa si trova in una fase di forte dissesto i valori complessivi dei suoi *assets* si avvicineranno a quelli della liquidazione, lo scopo del fondo di turnaround sarà quello di realizzare una ristrutturazione sociale che porti l'impresa nuovamente in condizioni operative normali, permettendole di ritrovare l'equilibrio perso. Una volta riottenuto l'equilibrio finanziario ed operativo, anche i valori dei titoli e degli *assets* risaliranno e a questo punto l'impresa riuscirà nuovamente a competere con le altre all'interno del mercato, mentre l'operatore di PE dovrà disinvestire (attraverso la cessione degli *assets*) per poter realizzare una remunerazione derivante dalla differenza tra l'investimento iniziale ed il prezzo di realizzo dell'alienazione della propria partecipazione.

Non è infrequente il caso in cui successivamente ad un'operazione di turnaround un'azienda risulti profondamente cambiata, sia in termini dimensionali che per il tipo di attività e di mercato, questo grazie alle competenze professionali apportate nel corso del processo da parte degli *advisor*: l'operazione punterà ad una riorganizzazione attraverso l'implementazione dei modelli organizzativi, dei sistemi di controllo e di gestione interni; si cercherà di migliorare la circolazione e la trasparenza delle informazioni aziendali; si punterà ad una implementazione dei settori di ricerca e sviluppo; e si ricercheranno nuove tecnologie che permettano una riduzione dei costi nella produzione e/o distribuzione del prodotto o servizio.

L'impresa presenterà un profilo operativo di rischio completamente potenziato, tanto che nella maggior parte dei casi tenterà di rinegoziare le fonti di finanziamento precedenti, soprattutto quelle di natura bancaria, individuando una struttura finanziaria e patrimoniale adatta alla nuova impresa e alla gestione dell'attività futura.

Cercando di inquadrare quali sono gli obiettivi di un *turnaround fund* dobbiamo assolutamente menzionare quello di acquistare, solitamente a prezzi bassi, società che vertono in condizione di declino o di crisi a causa di difficoltà economiche-finanziarie ma che presentano al loro interno un forte potenziale che potrebbe permettere una ripresa all'interno del mercato, più precisamente che presentino determinate caratteristiche che facciano palesare un riequilibrio futuro.

Il fondo di turnaround punterà ad una riorganizzazione ed una ristrutturazione dell'impresa *target*, per cercare di ridurre quanto più possibile i costi operativi ed ottenere un *cash flow* positivo, ottimizzando così il livello di capitale investito; inoltre il fondo attraverso la sua attività cercherà di estinguere, o comunque ridurre quanto più possibile, l'eventuale debito emerso successivamente al dissesto con banche, fornitori e altri creditori.

Tutto ciò verrà realizzato attraverso un intervento attivo e propositivo da parte di investitori professionali nella gestione dell'attività e della crisi aziendale, i quali utilizzando le loro competenze specializzate cercheranno di ritornare al valore originario. Come definito all'interno del primo capitolo, si usa far rientrare tali soggetti all'interno della categoria degli investitori istituzionali del capitale di rischio¹³⁰, la cui attività è rappresentata: dall'apporto di risorse finanziarie, attraverso la partecipazione al capitale azionario o la sottoscrizione di obbligazioni convertibili in azioni, e dall'apporto di conoscenze di natura professionali in ambito tecnico e manageriale. L'attività compiuta dall'investitore quindi non si baserà sul semplice ed immediato apporto di risorse finanziarie, ma coinvolgerà l'operatore nel corso di tutto il processo di ristrutturazione, a seconda del tipo d'investimento per un termine medio-lungo, o almeno finché non sia possibile compiere il disinvestimento. Nello specifico caso del *turnaround fund* il disinvestimento verrà effettuato quando l'azienda sia tornata a competere all'interno del mercato e presenti un periodo positivo di ciclicità, di conseguenza quando l'intervento dell'investitore istituzionale non sia più necessario.

La letteratura è sovente portata a distinguere diverse tipologie di investitori, a seconda di come si presenta lo stadio di declino aziendale nel momento in cui questi ultimi subentrano nella gestione aziendale.

Con il nome *later stage* o *turnaround investors* vengono indicati coloro che intervengono al fine di ristrutturare e riorganizzare un'impresa già matura, che si trova in uno stato di declino, ma prima che la crisi sia entrata in uno stato troppo aggressivo ed irreversibile.

¹³⁰ In questo caso ci riferiamo al venture capital ed al private equity.

Contrariamente sono definiti *vulture fund* o *bankruptcy investors* quei soggetti che effettuano un investimento nei confronti di imprese che ormai vertono in stato di crisi conclamata e sono molto vicine alla dichiarazione di fallimento, alla bancarotta o alla liquidazione.

Le modalità e gli obiettivi d'intervento dei due investitori sono praticamente identici e la differenza tra i due è più formale che sostanziale, essa risale a motivazioni storiche che associano tale tipi d'investimenti ad una percezione negativa, in quanto questi si trovano ad acquistare aziende che vertono in stato di crisi ad una percentuale minima, per poi rivendere gli stessi *assets* ai prezzi di mercato (al momento del disinvestimento) e guadagnando sulla differenza.

In ogni modo in entrambi i casi si parla di situazione di crisi per cui bisogna agire con urgenza e celermente, durante le quali l'investitore punterà ad un cambiamento attraverso un ripristino dell'attività.

Abbiamo più volte utilizzato le parole "istituzionale" o "professionale" per definire l'investitore, questo perché individuarlo come un semplice investitore che apporta un buon capitale all'operazione sarebbe errato, il soggetto di cui parliamo possiede tutte le esperienze, le conoscenze e le competenze per intervenire nel corso dell'attuazione del Piano di turnaround: dalla valutazione e *screening* dell'impresa *target*, alla negoziazione con i diversi *stakeholder*, fino alla gestione dell'investimento e al raggiungimento dello stato di normalizzazione.

Ciò che andrà a differenziare un normale operatore di private equity da un investitore in *special situation* (come il turnaround) sarà sia un determinato bagaglio di *know-how* nel settore in cui si opera, ma anche le modalità con cui affronterà l'investimento, come la scelta dell'impresa in cui investire, la gestione della crisi ed il rendimento atteso.

Bisogna inoltre sottolineare che l'intervento del *turnaround fund*, permetterà il salvataggio dell'attività dell'aziende in crisi, ma anche di tutto ciò che è legato alla loro gestione come il *brand*, i marchi, i nomi e le storie aziendali che altrimenti sarebbero persi a seguito della cessione o liquidazione dell'attività d'impresa.

Per ultimo, ma non per importanza, bisogna ricordare l'impatto che tali operazioni hanno all'interno del mercato, in quanto punteranno a salvaguardare i livelli occupazionali ed il mantenimento regolare dei flussi reddituali generati.

3.2.1 La struttura del fondo

I fondi di private equity che meglio si presentano per le finalità di ristrutturazione aziendale sono i fondi mobiliari chiusi¹³¹ diretti da parte di sottoscrittori qualificati. Gli elementi di cui sarà composto saranno tre: il veicolo, cioè il fondo nel quale andranno a convergere le somme di capitale da investire; una banca depositaria, che andrà a svolgere una funzione di supervisione e custodia degli strumenti finanziari apportati; ed infine una società di gestione del fondo, che all'interno dell'ordinamento italiano viene rappresentata da parte della SGR (degli ultimi due elementi parleremo nei paragrafi successivi).

Il fondo si presenta come un patrimonio del tutto autonomo, rispetto a quello della società *target* e della società di gestione, ed esso sarà diviso in diverse quote.

I fondi chiusi si caratterizzano per la possibilità di riscattare le quote a scadenze anticipatamente predeterminate, questo assicura al *management team* della SGR di avere sufficiente capitale per organizzare l'attività di ristrutturazione prestabilita nel Piano.

La gestione del capitale, la strutturazione del fondo, le condizioni di partecipazione e le politiche dell'investimento, saranno definite all'interno del regolamento del fondo che verrà redatto da parte della società di gestione. Parlando di *turnaround fund* l'oggetto dell'investimento dovrà essere necessariamente una società in crisi e con problemi operativi, imprese che necessitano di cambiamenti repentini o società non strategiche all'interno di un gruppo.

Per ciò che concerne la durata del fondo (quindi l'individuazione del momento in cui effettuare il disinvestimento¹³²) questa sarà più incerta, in quanto dipenderà direttamente

¹³¹ Vedi paragrafo 1.9.1.

¹³² Vedi paragrafo 3.6.

dai primi riscontri positivi derivanti dalle prime azioni prestabilite all'interno del Piano di turnaround.

3.2.2 La Banca depositaria

Il Titolo III del Testo Unico della Finanza, anche conosciuto come “Gestione Collettiva del Risparmio”, definisce le regole alla base dell'attività svolta da parte delle SGR e della Banca depositaria.

All'interno del regolamento la SGR dovrà definire quale sia la banca depositaria, la quale svolgerà due funzioni essenziali: quella della custodia del capitale investito e degli strumenti finanziari; e quella del controllo di legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, la somma del loro valore e la destinazione dei redditi del fondo.

L'art. 38 del TUF, prevede che sia Banca d'Italia, una volta sentita la CONSOB, a definire quali siano le condizioni per l'assunzione dell'incarico di “banca depositaria”, osservando le prescrizioni che sono stabilite all'interno della circolare n. 229 del 21 aprile 1999.

L'incarico verrà assunto attraverso la sottoscrizione di un contratto tra la banca e la società di gestione, con il quale la banca assumerà diverse funzioni nel corso del processo.

La funzione di custodia degli strumenti finanziari e delle altre disponibilità liquide, sicuramente è la caratteristica principale di questo ufficio, essa dovrà essere svolta obbligatoriamente da parte di un istituto bancario che presenti i necessari requisiti di affidabilità¹³³.

All'interno del TUF viene specificato che la Banca sarà responsabile nei confronti della società di gestione, come dei partecipanti al fondo, per ogni tipo di pregiudizio arrecato a questi conseguentemente ad un inadempimento degli obblighi scaturenti dall'accettazione dell'ufficio di banca depositaria di un fondo d'investimento.

¹³³ Mario Bessone; *Società di gestione del risparmio. Il regime giuridico della Sgr e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*; Rivista di Diritto Bancario; Giugno 2002; www.dirittobancario.it.

Tra le altre funzioni che ricopre la banca è necessario menzionare quella di garanzia, nel corso delle sue mansioni la banca avrà il compito di verificare la legittimità delle operazioni di emissione e di rimborso delle quote, ed allo stesso tempo dovrà provvedere al calcolo del loro valore ed a verificare la corretta destinazione dei redditi del fondo. La banca potrà svolgere le indicazioni della SGR solo dopo aver verificato la loro conformità alla legge, al regolamento ed alle prescrizioni degli organi di vigilanza (CONSOB, Banca d'Italia e Ministro dell'economia e delle finanze).

Al verificarsi di qualsiasi tipo di irregolarità, durante il periodo di amministrazione del fondo, da parte della società di gestione o nella generale gestione del fondo comune, gli amministratori e/o i sindaci della banca depositaria avranno l'obbligo di riportare tutte le informazioni di loro conoscenza ("senza nessun ritardo") ai due organi di vigilanza CONSOB e Banca d'Italia, in caso contrario potranno rispondere di *mala gestio* o negligenza.

3.2.3 *Segue*: La funzione di vigilanza di CONSOB e Banca d'Italia

All'interno del Testo Unico della Finanza le società di gestione del risparmio sono disciplinate secondo un criterio di delegificazione, il quale assegna competenze al Ministro dell'Economia e delle Finanze, alla Banca d'Italia ed infine alla CONSOB.

L'art. 5 del TUF, stabilisce le modalità con cui deve avvenire la vigilanza da parte delle due autorità di CONSOB e Banca d'Italia.

Il presente articolo definisce gli obiettivi della vigilanza, che sono individuati da parte del comma 1: nella salvaguardia della fiducia del sistema finanziario, nella tutela degli investitori, nella stabilità e nel buon funzionamento del sistema finanziario, nella competitività del sistema finanziario; ed infine nell'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

All'interno dei commi successivi sono indicate quali competenze spettano agli organi singolarmente e quali invece congiuntamente.

Congiuntamente le due autorità esercitano i poteri di vigilanza nei confronti dei soggetti abilitati dall'ordinamento: la Banca d'Italia è individuata come competente per il contenimento del rischio, della stabilità patrimoniale e della sana e prudente gestione degli intermediari finanziari (art. 5 co. 2); mentre invece la CONSOB avrà il compito di salvaguardare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti posti in essere all'interno del mercato finanziari (art. 5 co. 3).

Bisogna menzionare l'orientamento della Cassazione Civile nella sentenza n. 6738 del 7 aprile 2016, in cui ha ritenuto che nel sistema di controllo a due "la competenza della CONSOB poiché attività ispettiva svolta sui controlli e sui sistemi informativi interni di una società di gestione del risparmio era intesa a verificare, in concreto, la corretta prestazione del servizio di investimento, l'adeguatezza delle operazioni disposte per conto della clientela e il rispetto delle regole in tema di conflitto di interessi e, dunque, verteva tutta su fatti e comportamenti incidenti sulla trasparenza e correttezza dell'operato della banca".

CONSOB e Banca d'Italia opereranno in coordinamento tra loro per ridurre quanto più possibile gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si dovranno dare specifica comunicazione su tutti i provvedimenti assunti e su tutte le irregolarità riscontrate nel corso della loro vigilanza (art. 5 co. 5), al fine di coordinare al meglio le proprie attività è prevista la stipulazione di un protocollo d'intesa, atto a definire: i compiti di ciascuna autorità e le modalità di svolgimento; le modalità con cui deve avvenire scambio di informazioni (art. 5 co. 5-bis).

La "rete" della vigilanza si estenderà poi alle Autorità degli altri Stati Membri dell'Unione Europea e all'Autorità europea, garantendo una collaborazione completa sul mercato unico.

La vigilanza sugli intermediari può essere esercitata attraverso appositi strumenti previsti da parte del nostro ordinamento, che sono: vigilanza regolamentare; poteri di autorizzazione; vigilanza informativa; vigilanza ispettiva; procedimento sanzionatorio; ed

infine specifici poteri d'intervento nei confronti dei determinati soggetti abilitati (es. convocare amministratori, sindaci e dirigenti dei soggetti abilitati)¹³⁴.

Le due autorità avranno un ruolo attivo nel corso della formazione del *turnaround fund* infatti, nel terzo comma dell'art. 34 del TUF, viene disciplinato che sarà Banca d'Italia, sentita la CONSOB, a definire la disciplina di autorizzazione e le ipotesi di decadenza di quest'ultima; sempre con la medesima procedura saranno autorizzate eventuali operazioni di fusione e scissione di SGR.

Oltremodo il comma 2 dell'art. 36 del TUF prevede che “la Banca d'Italia, sentita la CONSOB, determina i criteri generali di redazione del regolamento del fondo”, di conseguenza la Banca d'Italia sarà competente a determinare i criteri di redazione della normativa regolamentare, il suo contenuto “minimo”, le caratteristiche e le modalità di funzionamento¹³⁵.

Nel momento in cui Banca d'Italia vaglierà la proposta di regolamento del fondo, dovrà andare ad accertarne la completezza e la compatibilità con quanto prestabilito dagli art. 36 e 37 del Testo Unico della Finanza (“Fondi comuni di investimento” e “Regolamento del fondo”).

Solo dopo un'attenta analisi del Regolamento ed ottenuto l'approvazione da parte dell'autorità, la società di gestione potrà iniziare la sua attività, osservando sempre la disciplina di garanzia della trasparenza e della informazione di mercato predisposta da CONSOB, con il rispetto delle prescrizioni di determinazione dei necessari contenuti del prospetto informativo.

3.2.4 La Società di gestione del risparmio

Come abbiamo definito gli elementi che compongono un *turnaround fund* sono tre: il veicolo, una banca depositaria ed una società di gestione. All'interno del territorio italiano

¹³⁴ CONSOB; *La vigilanza sugli intermediari finanziari*; <http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-su-intermediari-finanziari>.

¹³⁵ Mario Bessone; *Società di gestione del risparmio. Il regime giuridico della Sgr e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*; Rivista di Diritto Bancario; Giugno 2002; www.dirittobancario.it.

la società di gestione viene rappresentata da parte delle società di gestione del risparmio o anche dette SGR.

Oltre a delineare il contenuto del regolamento del fondo, la società di gestione avrà un ruolo primario nel corso di tutto il procedimento, essa sarà dotata di una propria struttura finanziaria e organizzativa ed avrà il compito di amministrare il fondo al fine di ottenere un *deal flow*¹³⁶ positivo.

Le SGR sono società di diritto italiano autorizzate (nello specifico S.p.A.) alle quali è riservata la prestazione del servizio di gestione collettiva e individuale del risparmio¹³⁷.

Queste sono entrate a far parte dell'ordinamento italiano nel 1998¹³⁸ ed una volta istituite sono tenute a prestare una serie di garanzie al fine di poter svolgere l'attività per cui sono predisposte, i controlli sul loro operato sono molto severi essendo soggette alla vigilanza di CONSOB, Banca d'Italia e Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Proviamo ad inquadrare le attività che può svolgere una SGR:

- la gestione collettiva del risparmio, cioè l'investimento sui mercati e la gestione in forma aggregata (c.d. gestione "in monte")¹³⁹ del risparmio raccolto attraverso fondi comuni di investimento e SICAV;
- la gestione dei fondi pensione, cioè i fondi accantonati dai lavoratori nel corso della loro vita lavorativa;
- la gestione patrimoniale, ovvero la gestione individuale del patrimonio dei singoli risparmiatori sulla base di uno specifico mandato;

¹³⁶ Flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio.

¹³⁷ Borsa Italiana; *SGR: Le Società di Gestione del Risparmio*; in SOTTO LALENTE; 26 Agosto 2008; <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>.

¹³⁸ Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58.

¹³⁹ La gestione collettiva di risorse finanziarie o anche definita "in monte" da parte dell'Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), nella direttiva n. 611 del 20 dicembre 1985. Viene utilizzato il termine "in monte" perché il fondo comune di investimento è un patrimonio autonomo e suddiviso in quote appartenenti ad una pluralità di partecipanti che costituiscono un insieme unitario. La gestione "in monte" potrà riguardare sia il mondo del piccolo risparmio (come imprese familiari), che portafogli di consistenza maggiore. La gestione potrà essere orientata sia al contenimento dei rischi del mercato finanziario, ma anche allo sviluppo di una attività speculativa ad alto rischio, attraverso la ricerca di un incremento della ricchezza attraverso il successo dell'operazione.

- oltre la possibilità di gestione di tali fondi, la SGR potrà anche istituire tali fondi e realizzare le attività a questi connesse.

Le società di gestione abilitate a questi servizi devono essere autorizzate da Banca d'Italia, una volta sentita la CONSOB, e potranno essere individuate attraverso l'apposito Albo detenuto da Banca d'Italia a cui saranno iscritte.

Con l'istituzione delle SGR, il Testo Unico in materia di Intermediazione Finanziaria (TUIF) ha introdotto la figura del c.d. "gestore unico", prima del tutto sconosciuta per l'ordinamento italiano, esso rappresenta un intermediario abilitato ad operare in tutti i campi della gestione patrimoniale ed a gestire per conto proprio o di terzi sia finanziamenti in forma collettiva che individuale.

I fondi immobiliari chiusi, disciplinati dal d.lgs. n. 58 del 1998, non possiedono un'autonomia soggettiva giuridica, ma allo stesso tempo bisogna ricordare, come definito dall'art. 36 TUF, che costituiscono un patrimonio autonomo e separato sia da quello della SGR, sia da quello della *target*, che da quello di tutti gli altri partecipanti

La Cassazione Civile ha specificato che¹⁴⁰: in caso di acquisto nell'interesse del fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla società promotrice o di gestione la quale ne ha la titolarità formale ed è legittimata ad agire in giudizio per far accertare i diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui il fondo si sostanzia.

Operando tale regime di separazione, il rapporto che intercorre tra la SGR, il fondo e i suoi partecipanti si configura attraverso la delimitazione dell'oggetto.

La partecipazione al fondo sarà definita attraverso l'attribuzione delle quote, queste saranno tutte di egual valore e con ugual diritti, esse rappresentano dei certificati nominativi o al portatore, a seconda della scelta dell'investitore¹⁴¹.

¹⁴⁰ Cassazione Civile, sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605.

¹⁴¹ Mario Bessone; *Società di gestione del risparmio. Il regime giuridico della Sgr e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*; Rivista di Diritto Bancario; Giugno 2002; www.dirittobancario.it.

Una volta sentita la CONSOB, sarà Banca d'Italia a stabilire in via generale le caratteristiche dei certificati ed il valore nominale unitario iniziale delle quote, come previsto da parte dell'art.36 del TUF.

Sotto il punto di vista della responsabilità la SGR risponde per le obbligazioni contratte in nome del fondo, esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo, per questo motivo sul fondo (essendo autonomo e separato) non saranno ammesse azioni dei creditori della società di gestione o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori della banca depositaria. Per ciò che concerne le azioni dei creditori dei singoli investitori queste potranno essere ammesse soltanto sulle quote di partecipazione in loro possesso.

Infine la SGR come gli altri partecipanti non potranno mai utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza del fondo gestito.

In caso di inadempimento da parte della SGR, in materia di intermediazione finanziaria, graverà sull'investitore l'onere di allegare le circostanze su cui la domanda si fonda e dedurre l'inadempimento della società, alla società di gestione competerà dimostrare di aver assolto al mandato ricevuto nel rispetto della normativa di settore e con la diligenza prestabilita dal TUF (professionalità, correttezza, trasparenza).¹⁴²

Alle SGR spetta il diritto di voto relativo agli *assets* in possesso dei fondi amministrati, salvo diversa disposizione di legge; il diritto andrà esercitato nell'interesse dei partecipanti. In caso di distinzione tra SGR "promotrice" e "gestore", il diritto spetta a quest'ultimo, salvo patto contrario prestabilito.

Frequentemente accade che la SGR deleghi la gestione di una o più fasi delle operazioni ad una *Company Advisory*¹⁴³, in questi casi sarà necessario definire anticipatamente i limiti della delega, le modalità di remunerazione, andando a tracciare i limiti di responsabilità nei confronti dei due soggetti e rendendo necessaria una convenzione di gestione intesa a disciplinare la fattispecie di delega per tutto quanto possa occorrere, seguendo quanto prestabilito dall'art. 52 del regolamento CONSOB 11522 del 1998. L'*advisor* potrà essere rappresentato sia da una società (persona giuridica) sia da un

¹⁴² Tribunale di Milano, sez. II, 20 giugno 2012, n. 7439.

¹⁴³ Società di consulenza specializzata in crisi aziendali.

singolo soggetto (persona fisica) e si impegnerà di gestire l'operazione nelle veci della società di gestione.

Per la società delegante non saranno ammesse previsioni di esonero o di limitazione delle responsabilità nei confronti degli investitori.

La figura del consulente viene spesso associata a quella del *crisis manager* in relazione al fatto che entrambi i due professionisti sono capaci di applicare tempestivamente tecniche di gestione aziendale inusuali in situazioni straordinarie, attraverso l'uso di competenze tecniche-manageriali, finanziarie e spesso anche legali.

Per quanto concerne il territorio nazionale, sono poche le SGR di diritto italiano, ma troviamo moltissime società di gestione di diritto europeo, operanti sulla base del principio comunitario del mutuo riconoscimento e della regolamentazione del Paese d'origine, questo fattore dimostra quanto sia ancora allo stato embrionale l'investimento attraverso l'apporto di capitale di rischio nell'ordinamento italiano¹⁴⁴.

3.3 La scelta della società target da parte dell'investitore

A differenza dei normali processi di turnaround in cui saranno le stesse imprese in difficoltà a ricercare una forma di finanziamento, che sia a titolo di credito o di debito, le operazioni che vedono la partecipazione di investitori istituzionali si caratterizzano per il fatto che nella maggior parte dei casi sia l'operatore a ricercare l'impresa in declino in cui investire, avendo ben chiaro a quali caratteristiche dovrà rispondere la società *target*.

Generalmente l'investitore ricerca imprese che operino in determinati settori, che abbiano un buon posizionamento all'interno del mercato e che presentino elementi distintivi rilevanti: *brand*, marchio, storia aziendale, capacità d'innovazione, bassa sostituibilità del prodotto/servizio o qualsiasi altra caratteristica che possa rendere interessante l'impresa agli occhi dell'investitore¹⁴⁵.

¹⁴⁴ Borsa Italiana; *SOTTO LALENTE. SGR: Le Società di Gestione del Risparmio*; 26 Agosto 2008; <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>

¹⁴⁵ A. Gervasoni, F. Sattin; *op. cit.*

Riprendendo il discorso delle fasi del ciclo di vita di un'impresa, affrontato nel Capitolo primo, possiamo dire che le società *target* di cui parliamo non si trovano né in fase di avvio, né in fase di sviluppo¹⁴⁶, ma sono quelle che, essendo già mature sul mercato, stanno attraversando un periodo di difficoltà economico-finanziaria che si manifesta attraverso il declino o con la crisi e conseguentemente hanno necessità di un aiuto per effettuare il cambiamento.

Quando la società sta affrontando una difficoltà dal punto di vista solo finanziario, cioè abbia una buona redditività ma presenta un forte indebitamento, si parla di *financial distressed situation*, in questo caso non sarà possibile applicare direttamente il turnaround. Mentre si parla di società soggette ad operazioni vere e proprie di turnaround, per quelle che presentano una difficoltà economica ed uno stato patrimoniale insoddisfacente, a causa di un calo reddituale, più o meno momentaneo. L'elemento temporaneo della durata del dissesto sarà importantissimo al momento della valutazione della fattibilità dell'azione, in quanto l'investitore dovrà poter determinare se il momento negativo sia dovuto ad elementi transitori e circoscritti o sia l'inizio di una grave crisi irreversibile dovuta ad elementi esterni e non facilmente controllabili, che renderebbero del tutto inutile l'operazione di ristrutturazione.

La capacità di un buon investitore sarà proprio questa: distinguere se si tratta di una *bad situation*, cioè di un investimento "a perdere" che comporterebbe solo dispendio di risorse economiche e gestionali senza ottenere, di contro, la remunerazione attesa; o di una buona possibilità d'investimento che venga ripagata con un'elevata remunerazione finale. Il principale problema del mercato finanziario è proprio questo: il rischio che si corre a compiere determinate operazioni, ma ovviamente maggiore sarà il rischio e maggiori saranno le remunerazioni finali in caso di successo.

Al momento della selezione della società *target* verranno predilette quelle società in cui il rilancio non si basi solo su una ripresa del fatturato, essendo questa una risposta che non è facilmente prevedibile da parte del mercato, ma si preferirà ristrutturare aziende che

¹⁴⁶ Vedi paragrafo 1.4

presentino necessità di interventi in termini di riorganizzazione dei prodotti, di controllo dei costi, di miglioramento del *network* distributivo o del processo produttivo¹⁴⁷.

Le situazioni sopracitate sono individuate come meno rischiose, in quanto nell'applicazione pratica l'abilità dell'investitore può rilevarsi l'elemento determinante per il successo dell'operazione.

Quando invece la società *target* si trova in situazioni particolari e complesse di crisi, si parlerà di *special situation* in senso stretto.

Ulteriore differenza che possiamo rinvenire tra i classici investitori di private equity e quelli che operano in contesti di crisi aziendali, è data dal fatto che i primi considerano il prezzo d'acquisto accattivante perché sottostima della reale potenzialità di crescita dell'impresa, mentre i secondi investono lì dove la percezione del rischio sia inferiore rispetto a quella che il mercato sconta nel prezzo. Tutto ciò permette agli investitori professionali di acquisire una società, o parte di questa, ad un prezzo inferiore rispetto agli *standard* di mercato, questo dovuto al fatto che la società al momento dell'acquisto era in forte *distressed* ed ha ottenuto un valore maggiorato nel mercato solo grazie alle competenze professionali apportate dall'operatore di PE.

3.4 La valutazione dell'operazione

Al momento della selezione della *target*, l'investitore dovrà tener conto di diversi elementi, oltre delle caratteristiche di cui abbiamo parlato nei capitoli precedenti, come mercato d'appartenenza o area geografica, esso dovrà prendere contatto con l'imprenditore, il *management* e la proprietà.

In realtà come quella italiana la proprietà assume un ruolo centrale, in quanto si parla soprattutto di aziende a nucleo familiare che difficilmente sono pronte a dar fiducia a soggetti esterni nella gestione della loro attività. Questa diffidenza, a volte eccessiva e ingiustificata, li porterà a richiedere l'aiuto finanziario solo al momento in cui la crisi sia conclamata, rendendo più difficoltoso e dispendioso l'intervento dell'investitore.

¹⁴⁷ M. Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

Risulterà così vincente la strategia dell'investitore che cercherà di stringere legami con l'assetto proprietario ed il *management* prima che la crisi sia divenuta così irreversibile, facilitando l'attuazione del Piano grazie all'instaurazione di una forma di collaborazione tra investitori e questi soggetti.

L'attenzione maggiore dell'operatore che interviene in uno *status* di crisi non ancora proclamato dovrà essere posta al momento in cui effettua le prime proposte, egli dovrà essere in grado di non fare richieste troppo premature, le quali potrebbero essere rigettate da parte dell'impresa che non è ancora pronta ad affrontare un cambiamento così massiccio e immediato. Quindi il successo della trattativa dipenderà quasi del tutto dalla capacità di contrattazione dell'investitore.

Quando l'impresa si trova a fronteggiare una situazione di forte dissesto, con una perdita di valore di giorno in giorno maggiore, sarà lo stesso assetto proprietario a voler trovare un interlocutore nel più breve tempo possibile, comprendendo i sacrifici di cambiamento necessari ed immediati richiesti da parte dell'investitore, in questi casi la capacità di contrattazione dell'investitore avrà un ruolo minore rispetto alle possibilità d'investimento che offre.

Dopo aver individuato la società *target*, che risponda alle esigenze dell'investitore, sarà necessario valutare le possibilità di successo dell'operazione di turnaround nei confronti di quella determinata impresa, definendo la strategia migliore per ritornare al valore originario. In situazioni di forte *distressed* il tempo di valutazione delle probabilità di successo sarà molto breve, ma sarà sempre necessario effettuare una dettagliata *due diligence* contabile e legale, anche se celere.

Quando si tratta di imprese in forte crisi, sarà più difficoltosa questa valutazione, soprattutto se il *management* non sia disposto a collaborare ed assumersi le proprie responsabilità. La mancata collaborazione potrebbe evincersi anche in una distorsione delle scritture contabili, come spesso accade, che andrà ad ostruire l'intervento da parte dell'investitore, il quale dovrà ricostruire autonomamente la reale situazione contabile in cui verte la *target*, spendendo tempo e risorse preziose.

Oltre all'aspetto contabile dovrà tenersi in considerazione anche dell'aspetto legale in cui verte l'impresa, in modo da ottenere uno sconto se si riscontrassero passività latenti nel corso della valutazione.

Essendo l'operazione volta ad acquisire l'azienda in dissesto, andrà a comprendere non solo l'acquisto dei redditi attesi, ma l'acquisto di un insieme di *assets* aziendali, sia tangibili che intangibili, costringendo l'operatore a compiere quella che viene definita *asset valuation*, questa funzione andrà a definire il reale valore di liquidazione di mercato dell'impresa, che rappresenterà l'importo di partenza della trattativa.

Solitamente vengono individuate due modalità con cui valutare un'impresa in crisi prima del compimento di una trattativa¹⁴⁸:

- il metodo comparativo;
- il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF).

Il primo metodo si basa sulla comparazione della società *target* con altre realtà aziendali simili, si realizza attraverso l'identificazione all'interno dei mercati quotati di quelle aziende soggette a turnaround che presentino quante più caratteristiche affini con la *target*. Prevede l'individuazione, attraverso il metodo dei multipli, della valutazione sul mercato di riferimento di suddette imprese e l'applicazione degli stessi multipli alla *target*.

Quando le aziende non sono presenti all'interno dei mercati regolamentati, la determinazione del multiplo dovrà essere compiuta in base al prezzo dell'operazione e non alla quotazione.

Per ciò che concerne il secondo metodo, il DFC, esso viene utilizzato al fine di individuare i flussi di cassa stimati per il futuro, andando a distinguerli in due categorie: i flussi attesi a seguito dell'applicazione del Piano strategico; e quelli che invece verranno attesi dal termine del Piano di turnaround fino ad un limite non misurabile.

¹⁴⁸ M. Masciocchi; *Il turnaround management. Come recuperare e rilanciare le aziende*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2007.

I due modelli sopra descritti non sono alternativi, in quanto prendono in considerazione due elementi completamente distinti, per questo motivo quando sarà possibile dovranno essere utilizzati entrambi al fine di ottenere una valutazione quanto più completa possibile del valore di liquidazione di partenza dell'impresa, anche definito *liquidation value*, ovviamente sarà un valore solo consigliabile e non vincolato per le trattative¹⁴⁹.

L'acquisto al prezzo di liquidazione permetterà di limitare quanto più possibile le perdite nel caso in cui l'operazione di turnaround dovesse mostrarsi fallimentare, perché sarà possibile per l'investitore recuperare la maggior parte del *liquidation value*, la perdita del capitale investito sarà pari al differenziale tra il prezzo d'acquisto ed il prezzo con cui si liquida l'attività, ovviamente maggiorata delle perdite accumulate nel periodo di gestione dell'impresa.

3.5 Le tecniche d'investimento

La situazione di crisi che presenterà la società andrà a definire anche le tecniche da adoperare per effettuare l'investimento, ogni caso sarà differente dall'altro, in quanto ogni crisi è differente da un'altra, per questo dovranno essere studiate le tecniche migliori per quella determinata situazione aziendale.

Come già ripetuto nella maggior parte dei casi la tempestività dell'intervento non è legata alla volontà dell'investitore ma allo stesso *status* di crisi della *target*. Maggiore è il declino, più tempestiva dovrà essere l'azione; di conseguenza prima si manifesterà la crisi e più semplice sarà per l'investitore intervenire.

Quando l'azienda verte in uno stato embrionale di crisi, l'intervento dell'operatore avrà come obiettivo principale quello della ricapitalizzazione della società attraverso un aumento del capitale sociale, in questi casi sarà necessario che l'equity presenti un valore positivo o al massimo nullo, ma non negativo.

¹⁴⁹ M. Carlotti; *op. cit.*

Nel caso in cui il dissesto faccia diventare il valore dell'equity negativo, sarà necessaria una riduzione dell'indebitamento attraverso una completa riorganizzazione dell'attività aziendale e non una semplice ricapitalizzazione.

Gli investitori che agiscono nel settore del turnaround, a differenza di ciò che accade per gli altri operatori di PE, cercano di acquisire una quota di maggioranza della *target*, in modo da poter immediatamente intervenire nella gestione dell'impresa attraverso l'attuazione di cambiamenti drastici ma necessari in tempi di crisi. Le responsabilità in capo a questi soggetti saranno molto alte, motivo per cui tale qualifica è ricoperta da un numero ristretto di operatori specializzati, che agiscono soprattutto nei settori industriale, bancario, istituzionale e professionale.

Tali investimenti possono essere effettuati nelle più disparate forme, tutte sempre finalizzate a ridurre il debito finanziario, riottenere l'equilibrio ed un *cash flow* positivo.

3.5.1 Operazioni di turnaround nel corso di un concordato preventivo *ex artt. 160 ss. 1.fall.*

Una tecnica particolare d'investimento che negli ultimi anni ha destato particolare attenzione è quella delle operazioni di turnaround all'interno di una procedura concorsuale, nello specifico l'intervento di un investitore terzo nel corso della procedura di concordato preventivo *ex artt. 160 e ss. della legge fallimentare*¹⁵⁰.

Approfondiremo il rapporto tra le procedure concorsuali previste dalla disciplina fallimentare e il turnaround all'interno del capitolo quarto, in questa sede vogliamo soffermarci sulla tecnica utilizzata da parte dell'investitore per acquisire la società soggetta all'approvazione del concordato.

Il concordato preventivo è un istituto giuridico che prevede la presentazione di una proposta da parte del debitore che soddisfi, almeno in parte, i creditori, questo potrà

¹⁵⁰ A. Gervasoni, A. Bechi; *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici*; Il mulino; Bologna; 2007.

prevedere sia la liquidazione della *target*, ma anche la continuazione dell'attività d'impresa (art. 182-*bis*).

La proposta sarà soggetta alla votazione dei creditori ed all'omologazione da parte del Tribunale, una volta omologata diventerà vincolate per i creditori, solitamente dal momento in cui viene fatta richiesta di concordato e questo venga omologato, trascorre un periodo di circa sei mesi.

La tecnica maggiormente utilizzata da parte degli operatori di private equity che intendono acquisire l'azienda in crisi, prima che l'accordo diventi vincolante (nell'arco dei sei mesi), è quella della formazione di una *NewCo*, l'investitore andrà a sottoscrivere un contratto preliminare con lo scopo di andare ad acquisire gli *asset* aziendali. Il contratto preliminare ha la funzione di tutelare l'operatore acquirente, in quanto il concordato è in corso ed attende l'approvazione dei creditori e la successiva omologazione del tribunale, evitando così che il rigetto della proposta si trasformi in una situazione di svantaggio per l'investitore.

Nel periodo che precede l'accettazione, gli investitori utilizzano lo strumento dell'affitto dei rami d'azienda o di tutta l'azienda, in questo modo sarà assicurata la continuazione dell'attività aziendale e sarà possibile portare a compimento azioni di ristrutturazione.

Se la trattativa non dovesse terminare con un esito positivo, l'operatore non andrà a perdere quanto pattuito nel contratto preliminare, potendo esercitare il diritto previsto da tali tipi di contratti.

Tramite l'utilizzo di questa tecnica l'investitore avrà diversi tipi di vantaggi¹⁵¹, come:

- la possibilità di acquisire solo gli *asset* strategici, lasciando i restanti alla procedura di concordato quelli per cui non prova interesse;
- l'acquisto solo delle passività esplicitamente individuate al momento dell'operazione e non quelle esistenti ma latenti;
- il raggio di analisi superflue sui crediti i quali non saranno acquistati ma lasciati agli organi preposti alla procedura;

¹⁵¹ M. Carlotti; *op. cit.*

- l'astensione da valutazioni complicate sul magazzino, in quanto questo di solito viene acquistato a consumo evitando qualsiasi rischio di insussistenza o obsolescenza;
- la possibilità di poter negoziare sin dal momento della trattativa tagli sul personale.

Una volta avviata la trattativa per definire il Piano di turnaround, gli investitori dovranno essere disposti ad offrire il capitale necessario per consentire il recupero dell'attività aziendale nei rami affittati e ritornare alla creazione del valore.

3.6 Il disinvestimento

Il processo di disinvestimento rappresenta la fase conclusiva delle operazioni di private equity¹⁵², questa fase è molto delicata ma soprattutto di difficile individuazione: l'investitore dovrà disinvestire nel momento più profittevole nel mercato, ottenendo così un guadagno maggiore, rappresentato dalla differenza tra la remunerazione ottenuta con il disinvestimento e le risorse utilizzate per effettuare l'investimento, il risultato di questa differenza viene normalmente definito in finanza con il termine di *capital gain*.

Questa fase risulta molto complessa in tutte le operazioni di PE ma in particolar modo per quelle riguardati i processi di turnaround.

L'investitore dovrà individuare il momento migliore in cui cedere gli *assets* della *target* sul mercato, questo momento è identificato nell'arco temporale in cui l'impresa sia nuovamente in grado di generare valore sul lungo periodo e di competere sul mercato, precisamente quando l'impresa si ritrovi in un periodo positivo e abbia completamente superato la fase di dissesto.

Nel momento antecedente al disinvestimento l'investitore dovrà porre attenzione al compimento di due scelte: l'individuazione del momento più adatto per effettuare lo smobilizzo delle partecipazioni e la scelta di quale canale utilizzare per effettuare il

¹⁵² Vedi paragrafo 1.8

disinvestimento. Questi due aspetti sono interdipendenti tra loro, in quanto si influenzano reciprocamente.

Nel corso di un progetto di investimento, l'operatore cercherà di programmare il momento in cui effettuare il disinvestimento e le modalità con cui procedere, ma generalmente non è mai possibile pianificare il momento in modo assoluto, questo sarà sempre correlato al grado di attrattività raggiunto da parte dell'impresa.

Regolarmente, se si tratta di una quota di minoranza della società, per evitare qualsiasi ostacolo da parte degli altri soci con il disinvestimento vengono stipulati dei “patti parasociali”, con il fine di tutelare l'operatore al momento dell'uscita; o ancora potranno essere previste clausole di *put*, di *reverse drag along right*, ecc. per salvaguardare la posizione dell'investitore¹⁵³.

Una volta determinati i principi alla base dell'operazione, dovrà essere individuata la modalità con cui dovrà avvenire l'investimento, nel primo capitolo abbiamo riportato la classificazione effettuata da parte dell'EVCA che prevede cinque modalità differenti:

- l'IPO (*Initial Public Offering*);
- il *Trade sale*;
- il *Replacement* o *Secondary buy out*;
- il *Buy Back*;
- il *Write-off*.

La scelta di quale di questi metodi utilizzare dipenderà direttamente dai risultati raggiunti nell'attività d'impresa, dalle volontà degli *stakeholder* e dalla tipologia della società *target*. Inoltre la scelta sarà anche influenzata dal Paese in cui ci si trova e dalla maturità del mercato, oltre che da parte dell'andamento della Borsa e delle operazioni di M&A (*Merger and acquisition*).

¹⁵³ vedi paragrafo 1.8.

Una ricerca di Relander e Syrjanen¹⁵⁴, del 1993, ipotizza due diversi modelli di approccio strategico in funzione del peso che la pianificazione del disinvestimento assume al momento della decisione di investimento.

Il primo modello definito “*Path Sketcher*”, permetterà all’investitore di non pianificare fin da subito la via d’uscita, cercando di incrementare la possibilità di un disinvestimento di successo attraverso l’analisi delle diverse operazioni di disinvestimento nel mercato al momento di *way out*, selezionando così la modalità solo successivamente tale valutazione. Il secondo modello prende il nome di “*Opportunist*” questo punterà sulle capacità professionali del *management* e sulla capacità generale di valorizzazione della *target*. Anche in questi casi l’investitore proverà ad analizzare le modalità di disinvestimento che hanno avuto luogo, ma l’influenza sarà nettamente ridotta, quando viene utilizzato tale modello nella maggior parte dei casi si ricorrerà alla modalità di disinvestimento tramite l’offerta pubblica (IPO).

Secondo una ricerca effettuata da parte del laboratorio LBO di private equity dell’Università Bocconi nel 2010, la modalità più utilizzata all’interno del mercato italiano del PE per effettuare il disinvestimento è il *Trade sale*; mentre si è assistito ad un drastico calo per ciò che riguarda i disinvestimenti effettuati tramite quotazione in borsa, che sono passati da una quota pari al 12%, nel 2007, ad una dello 0% nel corso del 2010.

Dalla ricerca si evince che la modalità che si è mostrata più stabile nell’arco temporale che va dal 2007 al 2010 è quella di cessione ai soci, che ha oscillato tra il 21% al 15,6%. Ma cerchiamo ora di analizzare nello specifico le diverse modalità di disinvestimento.

3.6.1 Il disinvestimento tramite IPO

Il disinvestimento tramite *public offerings* rappresenta la metodologia maggiormente ricercata da parte degli operatori finanziari per effettuare lo smobilizzo della partecipazione.

¹⁵⁴ Mario Massari; *L’importanza dei canali di disinvestimento*; Convegno AIFI; 4 Aprile 2005.

Questa pratica non è di facile realizzazione soprattutto se ci troviamo dinnanzi a piccole realtà aziendali, come succede in Italia, questo a causa sia del valore di capitalizzazione minimo sia di quello del flottante¹⁵⁵.

La quotazione in borsa della *target* potrà avere lati sia positivi che negativi, questo metodo di disinvestimento garantisce la possibilità di una certa liquidità del titolo, consentendo di effettuare la vendita della quota detenuta in modo graduale. Ma allo stesso tempo la quotazione in Borsa prevede costi maggiori e controlli più rigidi rispetto alle altre modalità.

La quotazione potrebbe causare dissapori con gli altri soci, anche se la presenza dell'investitore istituzionale tra questi riduce le difficoltà dell'operazione, soprattutto per la presenza delle regole prestabilite da quest'ultimo al momento della contrattazione dell'accordo ed al suo bagaglio di conoscenze finanziarie che gli permette di individuare anticipatamente gli adempimenti formali richiesti dai regolamenti delle borse valori, rendendo l'operazione più "leggera".

Uno dei vantaggi delle operazioni IPO può essere riscontrato nella possibilità di ottenere un prezzo più alto per la vendita degli *assets*, attraverso un guadagno superiore rispetto a quello previsto inizialmente, che potrà derivare da un ulteriore incremento del valore delle partecipazioni successivamente alla quotazione¹⁵⁶.

Mentre per ciò che concerne gli svantaggi possono essere così sintetizzati¹⁵⁷:

- costi più elevati rispetto agli altri metodi;
- limiti nella vendita del pacchetto azionario dell'investitore a causa di clausole di *lock up*;
- illiquidità dei mercati;
- necessità di attrarre un gran numero di investitori affinché il disinvestimento abbia successo.

¹⁵⁵ Il termine **flottante** indica la quantità di azioni, emesse da un'azienda quotata, che gli investitori possono liberamente commerciare nel mercato secondario.

¹⁵⁶ Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin; *op. cit.*

¹⁵⁷ Mario Massari; *L'importanza dei canali di disinvestimento*; Convegno AIFI; 4 Aprile 2005.

3.6.2 Il disinvestimento tramite *Trade sale*

La dismissione della partecipazione azionaria attraverso il *trade sale*, rappresenta la modalità di disinvestimento più diffusa nel territorio italiano, esso si basa sulla cessione della quota ad un altro investitore che solitamente rientra nella categoria degli investitori industriali.

Questo metodo si basa su un accordo sia con il *management* sia con gli altri soci, motivo per cui può risultare di complessa realizzazione.

La presenza dell'investitore istituzionale sarà sicuramente più invadente rispetto a quella dell'operatore finanziario, sia da un punto di vista strategico sia da uno operativo, per ottenere la loro attenzione sarà necessario offrire un pacchetto di partecipazioni almeno maggioritario, se non totalitario.

Le modalità con cui vengono offerti gli *assets* all'operatore industriale possono essere differenti, come l'utilizzo di una banca d'investimento, la negoziazione di un accordo privato o un processo per offerta ad asta.

L'EVCA all'interno del suo studio, ha individuato i vantaggi di tale operazione, che sono:

- l'ottenimento di un prezzo maggiore, dato dalla circostanza che all'investitore industriale viene data la possibilità di entrare in nuovi mercati o di sfruttare sinergie della *target*;
- costi e tempi minori rispetto alla quotazione in borsa;
- possibilità di liquidare la totalità delle azioni possedute nei confronti di un singolo soggetto (investitore istituzionale);
- alte probabilità di successo all'interno delle piccole imprese, motivo per cui viene spesso utilizzato in Italia.

Naturalmente il *trade sale* presenta anche dei svantaggi, come il forte potere contrattuale dell'acquirente, la difficoltà di riuscire trovare un accordo che vada bene sia al *management* che all'investitore finanziario ed infine l'avversione degli investitori istituzionali a cedere le garanzie sulle partecipazioni al nuovo acquirente.

3.6.3 Il disinvestimento tramite *Replacement*

Il disinvestimento tramite *Replacement* o *Secondary buy-out*, si realizza quando il soggetto che acquisisce il pacchetto azionario è un altro operatore di PE.

Sarà necessaria qui una distinzione tra partecipazioni di maggioranza o di minoranza. Nel caso di partecipazioni di minoranza l'operatore originario di PE si presenta come inadatto a causa di una trasformazione dell'azienda a seguito dell'operazione di turnaround che non gli permette di avere il bagaglio necessario per continuare ad operare, ad esempio nel caso in cui si sia verificata una vincente operazione di turnaround e l'impresa abbia successivamente manifestato la volontà di espandersi, ma il primo investitore istituzionale possieda solo conoscenze tecniche per risoluzione delle crisi e non quelle di crescita aziendale. Oppure vi può essere il caso in cui il fondo necessiti di dismettere l'investimento anticipatamente, anche se l'operazione non è ancora conclusa, a causa del logoramento dei rapporti con il management o con gli altri soci, in questi casi un altro investitore di private equity potrà ritenere profittevole l'investimento e manifestare la volontà di partecipare all'operazione, avendo così una modifica solo sull'operatore di PE. Tale tipologia risulta poco profittevole in quanto punta alla massimizzazione dell'IRR¹⁵⁸ da parte dell'investitore acquirente.

Nel caso in cui sia invece ceduta una quota di maggioranza aziendale l'operazione si svolgerà con modalità molto simili a quelle del *Trade sale*, solitamente con vendita ad asta, andando semplicemente a modificare gli attori, trattandosi di un operatore di PE e non di un investitore industriale.

Questa tipologia di operazioni presenta però più svantaggi che vantaggi, individuabili nel prezzo a cui verranno cedute le partecipazioni, nella ricerca della massimizzazione dell'IRR da parte dell'acquirente, nel comportamento spesso ostile del *management* ed infine nelle preoccupazioni da parte dell'acquirente di ottenere profitti anticipati¹⁵⁹.

¹⁵⁸ **Internal Rate of Return** letteralmente traducibile in "Tasso Interno di Rendimento".

¹⁵⁹ Mario Massari; *L'importanza dei canali di disinvestimento*; Convegno AIFI; 4 Aprile 2005.

3.6.4 Il disinvestimento *Buy Back*

Questo tipo di dismissione consiste nel riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore stesso, solitamente tale modalità viene prestabilita al momento della sottoscrizione dell'accordo e manifesta la volontà da parte dell'imprenditore di tornare a detenere la propria quota dopo la ristrutturazione aziendale.

Saranno previste al momento della contrattazione opzioni di *put* (quando è esercitata da parte dell'investitore) o di *call* (quando è esercitata da parte dell'imprenditore).

Gli investimenti in cui sono utilizzate maggiormente questi tipi di opzioni sono le operazioni di *expansion* in cui non si prevede una quotazione dell'impresa.

3.6.5 Il disinvestimento tramite *Write-off*

Quest'ultimo strumento non rappresenta una vera e propria modalità di dismissione della partecipazione azionaria, in quanto rappresenta la cancellazione della partecipazione dell'attivo della società partecipata, quindi il motivo per cui viene inserita all'interno della classificazione risiede semplicemente nel fatto che rappresenta il termine di un ciclo di vita di un'operazione di investimento.

3.7 Il mercato italiano

In Italia la raccolta di capitale di rischio è un mercato relativamente giovane, che difficilmente può essere paragonata a grandi realtà come quella inglese o statunitense, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008; nonostante i diversi periodi negativi, ad oggi, le operazioni attraverso lo strumento di finanziamento nel capitale di rischio sono in aumento, ciò dimostra la volontà da parte del nostro paese di volersi adeguare quanto più possibile agli *standard* internazionali.

In questa sede cercheremo di analizzare l'impatto delle operazioni di turnaround realizzate attraverso fondi di private equity all'interno del territorio italiano, aiutandoci con i diversi dati forniti da parte dell'AIFI e del *Turnaround Monitor*.

Risulta complesso trovare studi che definiscano come i fondi intervengano nello stato di difficoltà delle imprese, per questo motivo si è cercato di inquadrare quanto venga utilizzato questo strumento nel territorio nazionale.

Rispetto ad altri paesi industrializzati le operazioni di turnaround in Italia, sono state decisamente poco numerose, soprattutto quelle compiute da parte di investitori istituzionali attraverso fondi di private equity, che nel 2016 hanno rappresentato solo 1% delle complessive operazioni finanziarie effettuate nel paese (solo 3 operazioni, in diminuzione rispetto alle 4 compiute nel corso del 2015).

Inoltre quasi la totalità di queste operazioni ha visto come protagonisti soggetti stranieri che hanno individuato in Italia ottime occasioni per conseguire *capital gain*.

L'ammontare del capitale investito ha visto un aumento nel 2016 passando da 64 milioni di Euro, registrati nell'anno 2015, a 66 milioni Euro¹⁶⁰.

Nel 2015 il fenomeno generale del private equity vedeva una ripresa dell'attività d'investimento rispetto al 2014 (+31%)¹⁶¹, ma sempre marginali, o comunque in calo, gli investimenti in operazioni di turnaround¹⁶².

| Investimenti di fondi PE e VC (€m) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Startup / Early stage | 66 | 115 | 98 | 89 | 82 | 68 | 69 | 42 | 74 | 104 |
| Expansion | 641 | 796 | 371 | 583 | 674 | 714 | 664 | 1.113 | 306 | 710 |
| Replacement | 50 | 1.636 | 42 | 91 | 559 | 40 | 281 | 28 | 494 | 597 |
| Turnaround | 145 | 41 | 416 | 51 | 7 | 11 | 3 | 97 | 64 | 66 |
| Buyout | 3.295 | 2.869 | 1.688 | 1.647 | 2.261 | 1.683 | 2.087 | 2.064 | 3.154 | 5.772 |
| Infrastrutture | - | - | - | - | - | 714 | 325 | 183 | 527 | 942 |
| Valore totale investimenti | 4.197 | 5.457 | 2.615 | 2.461 | 3.583 | 3.230 | 3.429 | 3.527 | 4.619 | 8.191 |
| <i>Variazione % YoY</i> | - | <i>30,0%</i> | <i>-52,1%</i> | <i>-5,9%</i> | <i>45,6%</i> | <i>-9,9%</i> | <i>6,2%</i> | <i>2,9%</i> | <i>31,0%</i> | <i>77,3%</i> |

fonte www.envent.eu/download/ffa3a8dc7af6082d0554af7cbdb866b0.aspx¹⁶³

¹⁶⁰ www.aifi.it.

¹⁶¹ AIFI; *Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital*; Marzo 2014.

¹⁶² AIFI; *Il mercato italiano del Private Equity, del Venture Capital e del Private Debt*; Marzo 2015.

¹⁶³ ENVENT; *Ristrutturazione del debito e Turnaround- Outlook sull'Italia*; Research & Analysis; EnVent S.p.A.; Maggio 2016.

Nel corso del 2016 possiamo riscontrare una ripresa dell'attività d'investimento finanziario tramite fondi di PE, infatti è stato possibile individuare un incremento del 77,2% rispetto all'anno 2015¹⁶⁴, per quanto riguarda le operazioni di turnaround queste sono rimaste abbastanza in linea in confronto a quelle del 2015.

| Investimenti di fondi PE e VC (€m) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Startup / Early stage | 66 | 115 | 98 | 89 | 82 | 68 | 69 | 42 | 74 | 104 |
| Expansion | 641 | 796 | 371 | 583 | 674 | 714 | 664 | 1.113 | 306 | 710 |
| Replacement | 50 | 1.636 | 42 | 91 | 559 | 40 | 281 | 28 | 494 | 597 |
| Turnaround | 145 | 41 | 416 | 51 | 7 | 11 | 3 | 97 | 64 | 66 |
| Buyout | 3.295 | 2.869 | 1.688 | 1.647 | 2.261 | 1.683 | 2.087 | 2.064 | 3.154 | 5.772 |
| Infrastrutture | - | - | - | - | - | 714 | 325 | 183 | 527 | 942 |
| Valore totale investimenti | 4.197 | 5.457 | 2.615 | 2.461 | 3.583 | 3.230 | 3.429 | 3.527 | 4.619 | 8.191 |
| <i>Variazione % YoY</i> | - | 30,0% | -52,1% | -5,9% | 45,6% | -9,9% | 6,2% | 2,9% | 31,0% | 77,3% |

fonte <http://eventcapitalmarkets.co.uk/wp-content/uploads/2017/05/Outlook-turnaround-2017-1.pdf>
165

Altro aspetto da evidenziare è quello della distribuzione geografica: la maggior parte delle operazioni sono avvenute nel Nord-Italia, questo è ciò che risulta dall'analisi effettuata da parte del *Turnaround Monitor*¹⁶⁶ su un campione di 44 operazioni, avvenute tra il 2004 e il 2012¹⁶⁷.

La ricerca ha mostrato che ben 38 operazioni (su 44) sono avvenute nel Nord-Italia rispetto alle 6 effettuate tra il Centro e il Sud. Nello specifico l'area geografica del Nord-Ovest ha visto la presenza del 50% degli interventi complessivi effettuati all'interno del territorio nazionale, mettendo il Piemonte e la Lombardia al vertice della classifica tra le regioni in

¹⁶⁴ AIFI; *Il mercato italiano del Private Equity, del Venture Capital e del Private Debt* nel 2016; Marzo 2017.

¹⁶⁵ ENVENT; *Ristrutturazione del debito e Turnaround- Outlook sull'Italia*; Research & Analysis; EnVent S.p.A.; Maggio 2017.

¹⁶⁶ Turnaround Monitor; *Rapporto Italia 2004-2012*;

http://www.privateequitymonitor.it/attach/turnaround_monitor_2012_tam_2012.pdf.

¹⁶⁷ L'arco temporale tra il 2004-2012 individuato da parte del *Private Equity Monitor* è dovuto al fatto che solo dall'anno 2004 l'istituto ha iniziato ad individuare separatamente le operazioni di turnaround, attraverso la creazione del *Turnaround Monitor*, negli anni precedenti le stesse venivano aggregate alle operazioni di *Replacement*.

cui vengono effettuati il maggior numero di investimenti. Nel grafico sottostante è possibile individuare il numero esatto di investimenti per regione.



fonte *Turnaround Monitor*

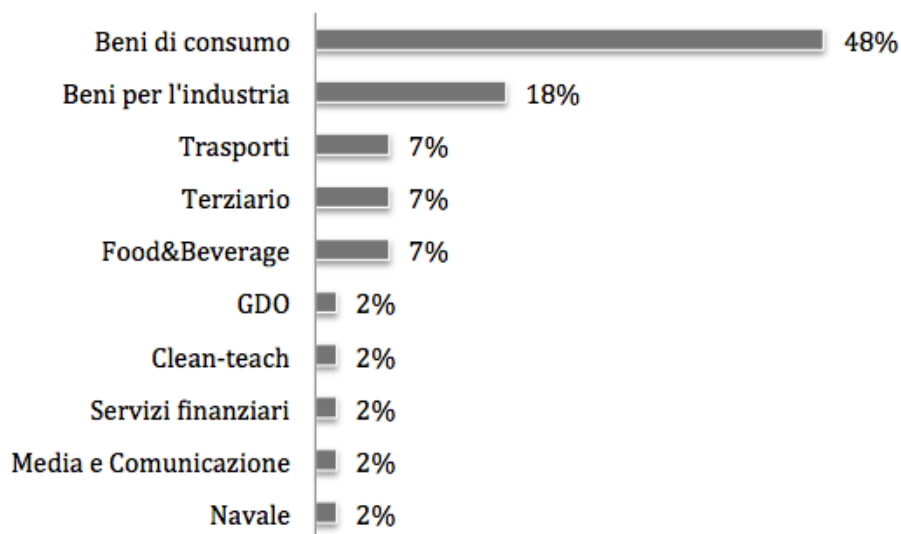
La stessa ricerca¹⁶⁸ ha cercato di analizzare anche in quali settori sono stati effettuati il maggior numero di operazioni; gli investitori si sono concentrati prevalentemente nel settore dei beni di consumo (quasi il 50% del totale degli investimenti), questo è dovuto

¹⁶⁸ Turnaround Monitor; *Rapporto Italia 2004-2012*;
http://www.privateequitymonitor.it/attach/turnaround_monitor_2012_tam_2012.pdf.

al fatto che l'operatore consideri la *brand awareness*¹⁶⁹ un elemento essenziale per investire in attività in crisi. Il marchio e la sua percezione all'interno del mercato sarà un elemento fondamentale per determinare la scelta di attuare o meno l'investimento, ma allo stesso tempo sarà anche un buon punto di partenza da cui iniziare l'operazione di ristrutturazione e ricreazione del valore aziendale.

Al secondo posto, ma solo con una quota rappresentante il 18% degli investimenti, si posiziona il settore dei beni per l'industria, seguono poi il settore dei trasporti, quello terziario e quello del *Food & Beverage* (tutti totalizzanti una quota pari al 7% degli investimenti).

Nel grafico sotto riportato è rappresentata la classificazione in percentuale degli investimenti effettuati in ogni settore dal 2004 al 2012.



fonte *Turnaround Monitor*

¹⁶⁹ La *brand awareness* è un parametro per calcolare la notorietà della marca e come questa viene percepita da parte dei consumatori, ogni industria punta alla massimizzazione della *brand awareness*, cioè essere il primo *brand* a cui pensano i *consumers* al momento in cui necessitano di un prodotto o servizio.

3.8 Il caso Sirti

All'interno di questo paragrafo la nostra attenzione si concentrerà sull'analisi di una specifica società, la Sirti S.p.A., società italiana operante nel settore delle Telecomunicazioni, Trasporti, Energia e servizi IT, con oggetto la costruzione, la manutenzione e qualsiasi attività attinente gli impianti e le reti di telecomunicazioni, l'esercizio dell'industria e del commercio di materiali ad essa attinenti ed in generale ogni altra attività complementare, compresa l'esecuzione di tubazioni di qualsiasi tipo e natura per la protezione di cavi e per qualsiasi altro uso¹⁷⁰.

Sirti è una società per azioni con Socio Unico, PS Reti S.p.A., ed attualmente possiede un capitale sociale, interamente versato, pari a 42.040.523 Euro e un numero di dipendenti pari a 4000¹⁷¹.

Dopo un periodo di forte dissesto che è andato dal 2000 al 2015, Sirti è stata sottoposta ad una ristrutturazione attraverso un processo di turnaround attuata tramite un fondo di private equity.

Il 10 agosto 2016 il fondo Pillarstone Italy, piattaforma finanziaria fondata da Kkr Credit, rileva il 100% del capitale di Sirti da **HIIT** (73,16% della quota) e **Banca Imi** (banca d'investimento del Gruppo Intesa Sanpaolo, con quota pari al 26,84%), la società ne esce completamente modificata, ma salva: Roberto Pisa viene nominato Amministratore Delegato (sostituito nel 2017 da Roberto Loiola), mentre l'inglese John Davison (esperto in consulenza strategica e specializzato nel superamento delle crisi aziendali attraverso l'utilizzo dei fondi di PE) è nominato presidente.

Nell'affrontare l'analisi dell'operazione d'investimento compiuta, abbiamo cercato di ricostruire la storia aziendale di Sirti S.p.A. dalla nascita, ai primi sviluppi, fino al momento del dissesto; per effettuare questa valutazione ci siamo serviti dei dati resi pubblici dalla stessa società all'interno del suo sito web e quelli forniti dalle banche dati

¹⁷⁰ M. Reboa; *Fairness Opinion nella fusione per incorporazione di SIRTI S.p.A. e Wiretel 2 S.p.A. in Wiretel*; Milano; 27 gennaio 2004;
<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=DocViewerDownload&filename=db%2Fpdf%2Fnew%2F3783.pdf>.

¹⁷¹ Dato rilevato nell'anno 2017.

di: AIFI, CONSOB, Banca d'Italia, Borsa Italiana, Private Equity Monitor e Sole 24 Ore. Ma cerchiamo di capire come si è realizzata questa operazione.

3.8.1 L'azienda

La Società Italiana Reti Telefoniche Interurbane, meglio conosciuta come **SIRTI**, viene fondata il 21 Novembre del 1921 da Vittorio Tedeschi e Piero Pirelli, essa si insedia nella città di Milano (dove tutt'oggi ha la sede principale)¹⁷².

Nel 1925 Sirti si afferma come *leader* italiano nell'istallazione di reti per le comunicazioni telefoniche¹⁷³, la società nel secondo dopoguerra ha partecipato attivamente alla ricostruzione della Rete Nazionale danneggiata dagli eventi pubblici, riuscendo ad ottenere riconoscimenti sia nel territorio nazionale che internazionale, negli anni 70' inizia l'espansione in Europa, nei Paesi mediorientali ed in America Latina, grazie alla creazione di una fitta rete di società controllate.

Nel 1984 Sirti diventa *key player* anche in altri mercati, come quello dell'Energia, dell'*Information Technology* e delle Infrastrutture Tecnologiche.

Nel 1985 la società si quota in Borsa e nel 97' entra a far parte del colosso italiano delle telecomunicazioni Telecom Italia, ma nel 2000 dopo un primo periodo negativo, e grazie ad un accordo con Telecom, viene venduta a Wiretel International SA¹⁷⁴.

Il 4 aprile 2008 il 95% delle azioni di Sirti vengono acquisite, facendo scattare il diritto da parte di Borsa Italiana di revocare la quotazione.

Sirti entra così in una fase di forte dissesto economico-finanziario e necessità di un intervento esterno per il salvataggio, che si è realizzato il 4 aprile 2016 grazie al *turnaround fund* istituito da Pillarstone.

¹⁷² <http://www.sirti.it/>

¹⁷³ <https://www.fondazioneisec.it/>

¹⁷⁴ **Wiretel S.p.A.** ha per oggetto la costruzione, manutenzione e qualsiasi attività attinente gli impianti e le reti di telecomunicazioni ed elettrici, da effettuarsi direttamente o attraverso società partecipate. Essa è una società di diritto lussemburghese che nel 2003 con una ulteriore OPA ha rafforzato il proprio controllo.

3.8.2 Il dissesto

La situazione di dissesto di Sirti dagli anni 2000 al 2017 è stata sempre altalenante, l'intero mercato della rete fissa dagli anni 2000 ha iniziato un progressivo rallentamento, ciò a causa del boom di sviluppo della telefonia mobile ed in particolar modo in Italia lo squilibrio fu' legato alle complesse vicende societarie di Telecom Italia (fornitore monopolista del servizio di telecomunicazioni nel territorio nazionale e più volte sanzionato da parte dell'AGCM). Tutti questi motivi hanno causato un rallentamento nelle strategie di Sirti, come per l'intero mercato della telefonia fissa, facendole perdere l'intera prima fase di sviluppo della rete mobile e andando a centrare in pieno i fisiologici periodi positivi e negativi che un'azienda vive nel corso del suo ciclo di vita.

Nel 2004 a causa del forte dissesto in cui verteva la società è stato adottato un Piano economico-finanziario da realizzarsi entro il 2007, il Piano prevedeva una ristrutturazione finanziaria e un accorciamento della catena di controllo del gruppo Sirti, attraverso la fusione per incorporazione di Sirti S.p.A.¹⁷⁵ in Wiretel S.p.A., che già possedeva nel 2004 il 50,13% del capitale di Sirti¹⁷⁶.

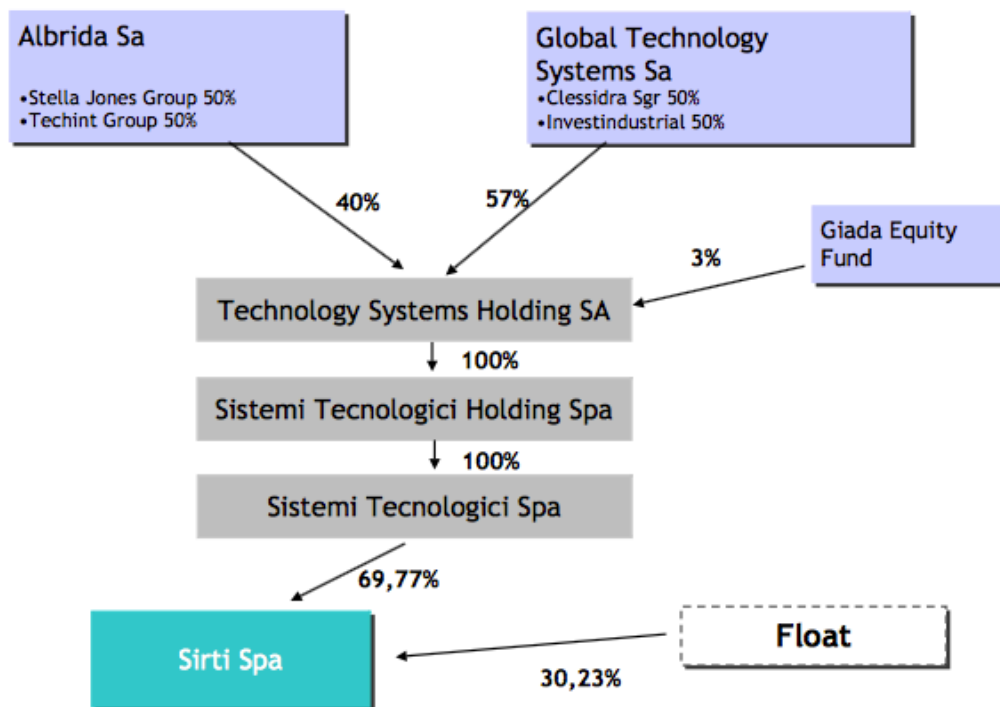
La sorte di Sirti però non trova una stabilità ed in data 16 dicembre 2004 viene data esecuzione al contratto di compravendita che prevedeva il trasferimento della partecipazione di Wiretel S.p.A e Wiretel 2 S.p.A, pari al 69,51% del capitale di Sirti, a Sistemi Tecnologici S.p.A. in qualità di soggetto designato da Sistemi Tecnologici Holding S.p.A..

In data 7 luglio 2006 Sirti viene ufficialmente incorporata tramite fusione in Sistemi Tecnologici S.p.A. (società quotata a partire dalla predetta data sul Mercato Telematico

¹⁷⁵ Oltre della società Sirti S.p.A. il Piano prevedeva l'incorporazione in Wiretel S.p.A. anche della società Wiretel 2 S.p.A. (possedente il 20% del capitale di Sirti nell'anno 2004), andando così a creare una nuova entità che possiamo facilmente definire la *New Sirti*.

¹⁷⁶ M. Reboa; *Fairness Opinion nella fusione per incorporazione di SIRTI S.p.A. e Wiretel 2 S.p.A. in Wiretel*; Milano; 27 gennaio 2004;
<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=DocViewerDownload&filename=db%2Fpdf%2Fnew%2F3783.pdf>.

Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. con la denominazione di Sirti S.p.A.)¹⁷⁷.



fonte *Progetto di Fusione per incorporazione di Sirti S.p.A. in Sistemi Tecnologici S.p.A.*¹⁷⁸

In data 18 aprile 2008, V.I.I.T. (Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici S.p.A.) a seguito di un OPA e di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta si trova a detenere, direttamente ed indirettamente (attraverso la sua controllata Sistemi Tecnologici Holding S.p.A.), un portafoglio azionario pari a 215.289.245, precisamente una quota rappresentante il 96,988% del capitale complessivo di Sirti.

¹⁷⁷ CONSOB; *Società Quotate. Patti Parasociali*; 26 Novembre 2007;

http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/documenti/Patti_parasociali/revocate/nuova_sirti.htm?hkeywords=&docid=3&page=0&hits=13&nav=false.

¹⁷⁸ Sirti S.p.A.; *Progetto di Fusione per incorporazione di Sirti S.p.A. in Sistemi Tecnologici S.p.A. Piano economico-finanziario 2005-2008 e proiezioni 2009-2014*; Assemblea Straordinaria del 19 dicembre 2005;

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=DocViewerDownload&filename=db%2Fpdf%2Fnew%2F15723.pdf>.

Sirti riporta sulla pagina del suo sito web che l'anno del 2010 sia stato il culmine della crisi finanziaria che ha vissuto; nel 2010 la società presentava un passivo di oltre 100 milioni e per cercare un recupero della situazione finanziaria e patrimoniale l'assemblea degli azionisti, in data 29 luglio 2010, approva un aumento di capitale di 38 milioni di Euro, a cui si dovranno aggiungere altri 38 milioni di prestito obbligazionario, frutto della conversione di parte dei 400 milioni di debito da parte di Banca Imi (gruppo Intesa Sanpaolo). L'accordo tra la banca e gli azionisti prevedeva anche la rinegoziazione del debito con un reset dei *covenant*, un riscadenzimento e la rinegoziazione del *pricing*.

Il compimento di queste operazioni aveva come obiettivo quello di ritrovare l'equilibrio ormai perso da tempo, a supporto del piano industriale e di sviluppo approvato dalla società.

Inoltre l'operazione conferma l'impegno dell'investimento di **Investimentindustrial**, **Clessidra** e **21 Investimenti** (tutti fondi di private equity), mentre vede uscire dalla scena **Euraleo** con il *write-off* dell'investimento, andando a diluire la quota del gruppo **Techint**, che decide di non partecipare alla ricapitalizzazione.

La ricapitalizzazione, però, non portò i benefici sperati e nel 2012 Sirti si trova nuovamente in forte dissesto, stavolta la situazione non riesce ad essere gestita autonomamente e la società è costretta a ricorrere a tagli del personale (come abbiamo analizzato nel precedente capitolo questa solitamente è la prima azione che viene compiuta durante una crisi per ritrovare un primo equilibrio). La società nel 2012 convoca i sindacati confederali del settore, per comunicare lo *status* di crisi, ossia: il taglio di subappalti, la cessione di immobili, la disdetta del contratto integrativo aziendale del personale con conseguente riduzione degli stipendi e la richiesta di cassa integrazione¹⁷⁹.

La società continua a vivere il dissesto, il conto economico è gravemente in perdita per la riduzione degli investimenti, i lavoratori sono scontenti della situazione, soprattutto

¹⁷⁹ Zeus News; *Sirti in crisi nera ricorre alla cassa integrazione. La più grande azienda italiana di appalti telefonici dichiara una profonda crisi e attiva la cassa integrazione*; 13 Marzo 2012; <https://www.zeusnews.it/n.php?c=17046>.

perché secondo la **Fiom-Cgil**¹⁸⁰ questo nuovo periodo negativo è dovuto alla distribuzione troppo generosa di utili agli azionisti avvenuta nel 2008, da bilancio infatti risultano distribuiti 211 milioni di Euro.

Subentrato il nuovo amministratore delegato Stefano Lorenzi, Sirti vede un innalzamento del proprio debito finanziario (nel 2013 era pari a 189,5 milioni, mentre il 31 agosto 2014 sale a 280 milioni di Euro)¹⁸¹, ma allo stesso modo riscontra una lenta ricrescita attraverso un incremento medio annuo del fatturato del 10%: con 620 milioni di ricavi nel 2014 e un portafoglio di ordini di 550 milioni. Tuttavia c'è ancora la necessità di un nuovo socio che finalizzi il rilancio con ulteriori investimenti¹⁸².

3.8.3 La corsa all'acquisto

Sirti è una società che presenta buone possibilità di recupero, ma che non possiede le risorse finanziarie, economiche e *manageriali* per poter uscire dal dissesto con successo. Per questi motivi numerosi investitori internazionali hanno iniziato nel corso del 2015 ad interessarsi alla situazione di Sirti.

Nel luglio 2015 il **Sole 24 Ore**¹⁸³ scriveva che l'interesse per la situazione azionaria di Sirti stava diventando una vera e propria asta, infatti sono diversi i soggetti interessati all'investimento, tra questi dobbiamo menzionare: il fondo di private equity **Orlando**, fondo italiano noto per la forte specializzazione nelle operazioni di turnaround; ed il gruppo industriale cinese **Zte**, uno dei gruppi societari orientali più attivo nel settore dei servizi di telecomunicazioni e intenzionato ad espandersi anche nel continente Europeo.

¹⁸⁰ Federazione Impiegati Operai Metallurgici è il sindacato più antico nell'ambito industriale italiano, esso rappresenta i lavoratori operanti nelle imprese metalmeccaniche e fa capo alla CGIL (Confederazione Generale Italiana del Lavoro).

¹⁸¹ La perdita è legata a poste finanziarie di natura straordinaria (come i 22 milioni di svalutazione dei *goodwill* inseriti nel bilancio 2013 e i 16 milioni di accantonamenti per il contezioso aperto dal fisco in seguito all'operazione di LBO). Industrialmente, però, il gruppo non ha problemi, al contrario i ricavi sono aumentati ed il fatturato è in ricrescita.

¹⁸² Carlo Festa; *Sirti, il fondo Orlando sfida i cinesi di Zte*; in *The Insider*. Dietro le quinte della finanza; Il Sole 24 Ore; 10 luglio 2015.

¹⁸³ Carlo Festa; *Sirti, il fondo Orlando sfida i cinesi di Zte*; in *The Insider*. Dietro le quinte della finanza; Il Sole 24 Ore; 10 luglio 2015.

La situazione azionaria di Sirti nel 2015 si presentava ripartita in questo modo: il 26,84% era posseduto da **Intesa Sanpaolo** ed il restante 73,16% apparteneva alla holding **HIIT**, all'interno della quale erano concentrati gli investimenti dei soci industriali, dei fondi di PE e dei fondi di debito (*Ver Capital e Emisys Capital*).

La situazione di Sirti è in ripresa, nei primi sei mesi del 2015 i miglioramenti riscontrati nell'anno precedente si riconfermano e questo fa gola ai diversi investitori istituzionali, il fatturato riscontra una crescita del 7% (306 milioni) mentre l'EBITDA è in linea con la previsione di un aumento del 10% nell'intero esercizio. Il portafoglio ordini continua a crescere (la quota raggiunge i 560 milioni); le nuove acquisizioni di contratti segnano un incremento del 15%; questi sono i dati riportati dalla stessa Sirti S.p.A. attraverso un comunicato stampa, del 6 agosto 2015, pubblicato all'interno del proprio sito web¹⁸⁴.

Infine i dipendenti collocati in cassa integrazione vengono riassorbiti, riuscendo in questo modo a ritrovare un po' di equilibrio e fiducia interni che erano stati perduti¹⁸⁵.

Grazie a questo ritrovato equilibrio, aumentano i pretendenti per il controllo di Sirti, oltre i due già citati, il fondo Orlando Italy ed il gruppo cinese **Zte**, si aggiunge anche il *turnaround fund* di Kkr-Unicredit-Intesa Sanpaolo, soprannominato **Pillarstone Italy**¹⁸⁶.

Le trattative non sono stati semplici e nel corso delle stesse il fondo italiano di turnaround Orlando si chiama fuori, senza quindi avere un obbligo di formulare un'offerta vincolante, lasciando a concorrere il colosso cinese ed il fondo Pillarstone; così tortuoso è stato il testa a testa tra i due investitori che ci fu' la necessità di prolungare il termine di presentazione delle loro offerte all'*advisor* **Lazard**, precisamente dal termine del 13 novembre le offerte furono presentate in data 20 novembre 2015.

¹⁸⁴ Sirti; *Sirti: prosegue con successo il percorso di rilancio, nel primo semestre ordini e ricavi in crescita*; Milano; 6 agosto 2015; <http://www.sirti.it/sirti-prosegue-con-successo-il-percorso-di-rilancio-nel-primo-semester-ordini-e-ricavi-in-crescita/>.

¹⁸⁵ Paolo Stefanato; *Sirti verso il rilancio: primo semestre in pareggio dopo sei anni*; il Giornale; 5 agosto 2015; <http://www.ilgiornale.it/news/economia/sirti-verso-rilancio-primo-semester-pareggio-sei-anni-1158697.html>.

¹⁸⁶ Fondo "salva-imprese" guidato dall'americano Kkr assieme ai due istituti Unicredit e Intesa Sanpaolo, con lo scopo di ristrutturare un portafoglio nutrito di crediti corporate delle due banche.

3.8.4 L'intervento del *turnaround fund*

Nei primi giorni del dicembre 2015, Sirti, l'*advisor* Lazard, le banche esposte sul lato debitorio ed i soci di Sirti, si trovano ancora a valutare quale fra le due offerte sia migliore. Quella del fondo Pillarstone avrebbe un impatto favorevole sia dal punto di vista finanziario, ma anche sul lato dell'economia nazionale per la presenza delle due banche italiane, mentre l'offerta dei cinesi di *Zte* porterebbe vantaggi sul lato industriale e delle sinergie ottenibili.

Il 28 dicembre Pillarstone Italy vince la gara con il colosso cinese ed avvia le negoziazioni con gli azionisti ed i principali creditori di Sirti per effettuare il *closing*, "con l'obiettivo di rafforzare la società attraverso l'iniezione di nuovo capitale e la costruzione e sviluppo di un nuovo piano industriale al fianco del *management* della società", questo è quello che si legge all'interno di un comunicato stampa, che aggiunge: "l'esclusività è finalizzata a consentire il *closing* dell'acquisizione della società per permetterne la riorganizzazione entro i primi mesi del 2016 e, di conseguenza, il successivo rilancio"¹⁸⁷.

L'offerta di Pillarstone è stata giudicata migliore rispetto a quella del gruppo *Zte* in quanto salvaguardava l'intera struttura produttiva di Sirti, senza scartare nessuna delle linee di *business* allora presenti. Inoltre Pillarstone offriva buone prospettive di stabilità e di investimento, e quindi di continuità e crescita dell'azienda nel medio-lungo periodo. Il giorno 25 maggio 2016 l'azienda Sirti rappresentata dall'amministratore delegato Stefano Lorenzi incontra il **Ministro dello Sviluppo Economico**, Giampiero Castano, per definire la situazione in cui verte l'azienda, essendo questa un'azienda storica d'importanza rilevante per il settore delle TLC in Italia; all'incontro partecipano anche Chiara Cherubini del MiSE e le rappresentanze sindacali **Fim**, **Fiom** e **Uilm**, unitamente alle **RSU**.

Nel corso dell'incontro l'amministratore delegato Lorenzi dichiarò che l'azienda si è trovata a fronteggiare un lungo periodo negativo negli ultimi anni che ha portato

¹⁸⁷ Reuters; *Sirti, Pillarstone (Kkr) tratta acquisizione, capitali per il rilancio*; Milano; 28 dicembre 2015; <http://it.reuters.com/article/bondsNews/idITL8N14H1D220151228>.

all'indebolimento dell'andamento dell'industria globale, motivo per cui l'azienda ha puntato sulla diversificazione, insinuandosi anche nel settore energetico, in un'ottica di consolidamento strategico nel medio-lungo periodo. Negli ultimi anni l'azienda ha puntato a rendere maggiormente efficiente la produzione ed i costi, registrando una crescita dal termine dell'anno 2014. Nel 2016, il dott. Lorenzi, prevede un incremento ulteriore dei risultati, soprattutto grazie al rafforzamento patrimoniale avvenuto con il fondo statunitense Kkr (Pillarstone).

L'intervento del fondo Pillarstone possiede oltre che i consensi del *management* e dei suoi soci, anche i consensi delle organizzazioni sindacali, elemento fondamentale per la riuscita di un turnaround di successo, queste prospettano la possibilità di uscire dal periodo di crisi avvenuto successivamente la cassa integrazione, in virtù dell'impegno e del sacrificio effettuati da parte dei lavoratori¹⁸⁸.

L'intervento del fondo Pillarstone prevede una trasformazione di almeno una parte del debito in equity, mentre parte della nuova finanza fornita da parte del *turnaround fund* sarà nella forma di debito, con il risultato di 25 milioni di Euro di nuovo equity di cui sarà fornita Sirti, più precisamente: da una parte abbiamo una *tranche* di 285 milioni che verrà rilevata da parte di Pillarstone tramite un proprio veicolo di cartolarizzazione e sarà riscadenziata a 5 anni e dall'altra parte i 37 milioni dovuti agli istituti restanti (cioè **Banco di Brescia, Cariparma, Mps, UniCredit, Bpm, Credito Bergamasco e Credito Valtellinese**) saranno oggetto di un nuovo accordo¹⁸⁹.

Il veicolo così si accollerà 200 milioni di Euro di debito presenti nei conti di Sirti.

Tra gli altri aspetti positivi bisogna menzionare il debito bancario, infatti gli istituti bancari saranno rimborsati dei loro crediti (escluse le linee per il circolante e la cartolarizzazione *revolving*) senza nessun tipo di svalutazione.

¹⁸⁸ Ministero dello Sviluppo Italiano; da *Verbale di riunione- Sirti*; 25 maggio 2016; <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/impresa/impres-in-difficolta/verbali/2034808-verbale-di-riunione-sirti> .

¹⁸⁹ Carlo Festa; *Pillarstone conquista il 100% di Sirti*; in *The Insider*. Dietro le quinte della finanza; Il Sole 24 Ore; 10 agosto 2016; <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-08-10/pillarstone-conquista-100percento-sirti-063724.shtml?uuid=ADRqZC4> .

Il fondo attraverso questa operazione intende rilevare il 100% del capitale di Sirti, quindi sia la quota di Intesa Sanpaolo, pari a 26,84%, che quella della *holding* HIIT, nella quale sono concentrati gli investimenti dei soci industriali (la *Techint* in particolare), *BI-Invest* (la *holding* della famiglia Bonomi), i fondi di private equity (**Clessidra e 21 Investimenti**, mentre *Investindustrial* era già uscito di scena) ed i fondi di debito (*Ver Capital e Emisys Capital*), il tutto pari al 73,16% del capitale di Sirti.

Il problema principale che deve affrontare l'operatore non è tanto una modifica del *business* dell'azienda che, grazie al lavoro dell'amministratore delegato Lorenzi e del presidente Miglietta, nel corso del 2014 ha ritrovato una redditività netta con un pareggio del bilancio che non si manifestava da sei anni, ma il peso del debito di cui è stata gravata la società successivamente all'operazione di *Leveraged Buy-Out* effettuata nel 2008¹⁹⁰.

Come accade normalmente nel corso di un'operazione di *turnaround financing* viene nominato il nuovo consiglio di amministrazione di Sirti, che prevede John Davison (allora presidente del fondo Pillarstone, ad oggi amministratore delegato del fondo) come presidente e Roberto Pisa nuovo amministratore delegato, che andrà a sostituire la figura di Stefano Lorenzi.

Il nuovo amministratore delegato inizia fin da subito a lavorare al fianco del *management* e al *team* di Pillarstone, al fine di progettare il nuovo Piano più adatto alla situazione di Sirti.

Il presidente Davison dichiara: "*Siamo lieti di aver completato l'acquisizione di Sirti, avremo ora la possibilità di lavorare con l'azienda, i suoi dipendenti, i suoi clienti e fornitori per rilanciarla non solo in Italia, ma anche sul piano internazionale – aggiungendo - Sono grato a Lorenzi per il suo sostegno negli ultimi sei mesi, e gli auguro successo nel suo nuovo ruolo. Do il benvenuto a Roberto Pisa in qualità di nuovo CEO, lieto di poter lavorare al suo fianco per realizzare il considerevole potenziale che entrambi riteniamo **Sirti** abbia*"¹⁹¹.

¹⁹⁰ Bebeez; *Sirti, vicino il closing con Pillarstone. Nuovo equity in arrivo per 25 mln*; 24 febbraio 2016; <https://bebeez.it/2016/02/24/sirti-vicino-il-closing-con-pillarstone-nuovo-equity-arrivo-per-25-mln/>.

¹⁹¹ A.S.; *Pillarstone completa l'acquisizione di Sirti: Roberto Pisa il nuovo Ceo*; in *Corriere Comunicazioni*; 10 Agosto 2016; http://www.corrierecomunicazioni.it/tlc/42899_pillarstone-completa-l-acquisizione-di-sirti-robotto-pisa-il-nuovo-ceo.htm.

3.8.5 La situazione *post* investimento

Dopo oltre dieci anni di inattività, il 20 dicembre 2016¹⁹², Sirti torna a compiere acquisizioni nell'ambito del M&A, attraverso un'operazione di acquisizione dell'interno capitale di **Foi & Vitali Elettrodotti**, società specializzata nella gestione e manutenzione di linee elettriche ad alta-media-bassa tensione, che ha realizzato ricavi pari a 13 milioni di Euro nel corso del 2015.

La società acquisita prenderà il nome di Sirti Energia, ed andrà ad integrare alcuni rami d'azienda già controllati da parte di Sirti S.p.A.

Attraverso questa operazione il gruppo consolida le sue capacità e competenze operative, contando un *team* di circa 200 tecnici specialisti nel settore, inoltre il fatturato dell'anno 2016 nel settore dell'energia raggiunge circa i 27 milioni di Euro, con previsioni di crescita per il 2017, sia in Italia che all'estero.

Roberto Pisa, definisce l'operazione soddisfacente soprattutto nell'ottica della strategia studiata per il mercato delle telecomunicazioni per lo sviluppo della banda *ultra*-larga, l'amministratore dichiara: "Siamo soddisfatti di poter arricchire l'offerta di Sirti S.p.A. con le competenze e le professionalità di Foi & Vitali. L'integrazione di questa società nel Gruppo Sirti ci consentirà di offrire il miglior rapporto prezzo/qualità ai nostri clienti nel settore delle infrastrutture Energia sia sui mercati MT/BT sia sui mercati AT."

Allo stesso modo Jhon Davison dichiara: "*Il nostro progetto di rilancio passa necessariamente da un rafforzamento delle nostre operations nel settore Energia, vista la convergenza delle infrastrutture di rete tra energia e telecomunicazioni, e Foi & Vitali è un primo passo in questa direzione*".

Nel corso dei primi mesi del 2017 è stato approvato un nuovo Piano che prevede un modello manageriale del tutto innovativo, attraverso la trasformazione del *core business* di Sirti. Alla guida del piano troviamo la figura di Clemente Perrone come *Chief*

¹⁹² Sirti; *Sirti annuncia l'acquisizione di Foi & Vitali Elettrodotti S.p.A.*; Milano; 20 dicembre 2016; <http://www.sirti.it/sirti-annuncia-lacquisizione-di-foi-vitali-elettrodotti-s-p/>.

Transformation Officer, il Piano prevede un cambiamento dell'organizzazione, dei processi e dei sistemi informativi, “non si tratta di una semplice modifica del *management*, ma di un incubatore di progetti pensati per costruire nuovi canali di comunicazione tra le diverse funzioni dell'azienda e nuove metodologie di lavoro deputate a valorizzare appieno il potenziale delle persone”, queste sono le parole di Perrone riportate all'interno di un'intervista¹⁹³.

Oltre la nuova figura di Perrone, viene nominato in data 31 maggio 2017¹⁹⁴, il nuovo *Chief Financial Officer*, Marco Gandini, che nel corso della sua carriera professionale aveva già ricoperto tale ruolo in altre realtà aziendali, occupandosi di complesse operazioni societarie, di progetti di ottimizzazione, ristrutturazione e *business control*.

Il suo compito sarà quello di assicurare il presidio dei processi amministrativi, di pianificazione fiscale e gestione delle risorse finanziarie dell'azienda, oltre quello dell'analisi delle *performance* economico-finanziarie del gruppo, offrendo un prezioso supporto ai processi decisionali del *management* aziendale¹⁹⁵.

Ad oggi possiamo confermare che la società Sirti S.p.A. stia puntando ad una nuova fase di successi; questo dovuto anche ai diversi cambiamenti nella gestione, infatti nel settembre 2017 è stato nominato il nuovo *Chief Executive Officer*, Roberto Loiola, come definito nel comunicato stampa del 4 settembre 2017, pubblicato all'interno del sito della società¹⁹⁶, la scelta del nuovo amministratore è stata effettuata per condurre il gruppo nella successiva fase strategica “con l'obiettivo di migliorare sia la propria posizione di mercato che la propria capacità di *delivery*, alla base per il successo finanziario e la creazione di valore sostenibile nel tempo”, queste sono le parole che possiamo leggere all'interno del comunicato.

¹⁹³ Gianni Rusconi; *Organizzazione come sinonimo di innovazione: il caso Sirti*; il Sole 24 Ore; 28 Aprile 2017; <http://www.ilsole24ore.com/art/management/2017-03-30/organizzazione-come-sinonimo-innovazione-caso-sirti-122606.shtml?uuid=AEVOXLw>.

¹⁹⁴ Sirti; *Nuove nomine ai vertici HRO & FINANCE*; 5 giugno 2017; <http://www.sirti.it/nuove-nomine-ai-vertici-hro-finace-di-sirti/>.

¹⁹⁵ *In Sirti crescono Gandini (Finance) e Perrone (Hr)*; il Sole 24 Ore; 12 giugno 2017; <http://www.ilsole24ore.com/art/management/2017-06-08/in-sirti-crescono-gandini-finance-e-perrone-hr-094007.shtml?uuid=AE9tVmaB>.

¹⁹⁶ Sirti; *Sirti annuncia il nuovo CEO*; Milano; 4 settembre 2017; <http://www.sirti.it/sirti-annuncia-il-nuovo-ceo/>.

John Davison, amministratore delegato di Pillarstone e presidente di Sirti, ha dichiarato: *“Roberto Loiola è un leader altamente qualificato nel settore delle Telecomunicazioni, con una profonda conoscenza delle esigenze dei clienti avendo negli anni conseguito importanti risultati in Italia e nel mondo. Siamo felici che abbia deciso di entrare in Sirti come CEO. Siamo grati a Roberto Pisa, che ha lavorato con McKinsey nel processo di due diligence pre-acquisizione gestito da Pillarstone e che ha svolto un ruolo fondamentale nel passaggio per stabilizzare con noi la società dopo la nostra acquisizione. Negli ultimi 12 mesi ha avviato il percorso di rilancio del business e continuerà a sostenere la società, Roberto Loiola e la sua squadra nella prossima fase del nostro lavoro in qualità di direttore non esecutivo”*.

Roberto Loiola, nuovo amministratore delegato di Sirti, dichiara: *“Sono molto orgoglioso di essere stato chiamato a condurre la squadra di Sirti in un periodo di radicali cambiamenti nel settore, durante il quale intendo guidare la trasformazione dell’azienda. Il nostro obiettivo, comune con Pillarstone, è di creare valore strategico tangibile per i nostri clienti, tutti i nostri stakeholder e per i dipendenti”*.

Ma la trasformazione di Sirti non si ferma qui, Perrone in una recentissima intervista al giornale Panorama¹⁹⁷ conferma: *“Abbiamo in corso un programma di assunzione di oltre **350 risorse entro fine 2017**, suddivise in due aree di investimento (neo-laureati e neo-diplomati) e la seconda sulla ricerca di figure specialistiche (senior) che operano già nel mondo dell’information technology. Con particolare riferimento agli investimenti nazionali in infrastrutture in fibra ottica, ricerchiamo giovani ingegneri da avviare, attraverso un percorso di formazione e crescita interna, **ad attività di coordinamento tecnico**, in Italia e all’estero; e giovani periti elettronici per le attività sul territorio italiano. Per questo abbiamo potenziato la nostra Academy interna, nella quale sperimentiamo anche nuove applicazioni (come la realtà aumentata) per incrementare l’efficacia della nostra didattica.”*

Le parole di Perrone mostrano la volontà nel corso di questi anni che ha contraddistinto, e tutt’oggi contraddistingue, Sirti S.p.A. ad affrontare una situazione di crisi ed uscirne

¹⁹⁷ Panorama; *Intervista a Clemente Perrone Chief Human Resources & Organization*; n. 41; Italia; 28 settembre 2017.

più forte di prima, ora quello che dobbiamo attendere è il momento di disinvestimento da parte dell'investitore Pillarstone, ma nell'ottica sul lungo termine di recupero che sta avendo la società, le probabilità di successo e di ottenere una buona remunerazione sono molto alte.

Capitolo quarto

Gli istituti giuridici per il superamento delle crisi aziendali

4.1 Turnaround e procedure concorsuali

Nel secondo capitolo abbiamo evidenziato che esistono diversi concetti di crisi (più o meno gravi) e diverse modalità di risoluzione di queste. In questa sede, invece, ci occuperemo di analizzare gli istituti giuridici predisposti da parte dell'ordinamento italiano per il superamento delle crisi aziendali, attraverso l'utilizzo di quelle che possono essere definite procedure concorsuali stragiudiziali¹⁹⁸, in quanto si basano su negoziazioni tra l'impresa (che in questa sede definiremo debitore) e gli *stakeholder* (che definiremo creditori), in *primis* dobbiamo distinguere due concetti che spesso erroneamente possono essere confusi tra loro: crisi ed insolvenza.

Quando parliamo di crisi aziendali il legislatore presuppone la possibilità di applicazione degli strumenti per il risanamento, come il turnaround, mentre nel caso d'insolvenza dell'impresa il legislatore ha designato una serie di strumenti che prendono il nome di procedure concorsuali, previste da parte del R. D. n. 267 del 16 marzo 1942¹⁹⁹.

La distinzione tra i due concetti è necessaria per definire il limite per cui sarà possibile tentare il risanamento aziendale e quando invece dovrà essere applicata la procedura concorsuale di tipo liquidatoria, come il fallimento.

Dal punto di vista giuridico la differenza tra i due concetti non sarà così fondamentale, in quanto nessuna crisi è completamente irrecoverabile, la questione quindi non si concentrerà sulla risoluzione dello *status* ma sul vantaggio economico e sulla disponibilità

¹⁹⁸ Stefano Ambrosini; *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*; Trattato di diritto commerciale; CEDAM; Padova; 2008.

¹⁹⁹ Provvedimento meglio conosciuto come Legge Fallimentare, da qui a seguire si utilizzerà l'abbreviazione **l.fall.**

degli attori del risanamento ad assegnare i mezzi indispensabili per il successo dell'operazione di risanamento.

Dopo aver analizzato nel dettaglio il fenomeno del turnaround, in questo capitolo ci concentreremo su come questo fenomeno si approccia alla disciplina fallimentare del nostro ordinamento, osservando quando una procedura concorsuale potrà essere accompagnata da un Piano di turnaround.

Una volta accertata la probabilità di successo dell'operazione di turnaround attraverso la fase di valutazione²⁰⁰, verrà utilizzato uno degli strumenti messi a disposizione da parte della normativa fallimentare italiana per consentire la continuità dell'attività aziendale: accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento o concordato preventivo.

In seguito all'individuazione della procedura concorsuale che si intende applicare, dovrà essere redatto un accordo di *standstill*²⁰¹, nella maggior parte dei casi questo viene definito nel corso delle trattative sul Piano, una volta terminata la negoziazione per delimitare le strategie dell'operazione e le modalità di erogazione finanziaria, il Piano e l'accordo saranno messi in atto.

Ovviamente l'ordine di queste fasi non è tassativo, le stesse potrebbero verificarsi contemporaneamente, a distanza di lunghi periodi o con ordini completamente differenti, infatti può anche accadere che al momento della stipulazione dell'accordo di *standstill* il Piano di turnaround sia stato già definito.

Bisogna sottolineare che la crisi d'impresa ed il conseguente dissesto coinvolgeranno diversi attori e diversi interessi collettivi, il fine principale delle procedure concorsuali del nostro ordinamento è quello di tutelare la figura della massa dei creditori, nel caso in cui queste siano applicate nel corso di un processo di turnaround: il *management* dovrà porre un'attenzione maggiore nei confronti dei creditori e del loro coordinamento, sulle modalità di negoziazione e sulla richiesta di nuovi capitali.

²⁰⁰ Vedi paragrafo 2.3.2

²⁰¹ Il Sole 24 Ore; *Standstill*; Parole chiave in Argomenti; 3 maggio 2016; <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/standstill.html>.
“Con questo termine si definisce un “accordo di sospensione”. In questo caso si intende l'accordo fra un ente creditizio ed il soggetto finanziato che non intenda procedere al rimborso di non effettuare le pratiche legali per il recupero del credito in quanto tali operazioni potrebbero compromettere definitivamente il recupero anche parziale del prestito concesso.”

La collaborazione con i creditori (che rappresentano una categoria di *stakeholder*) ed il raggiungimento di un accordo con quest'ultimi sarà un aspetto fondamentale dell'intera operazione²⁰².

Come abbiamo già definito nel secondo capitolo uno dei momenti più delicati e complessi del processo di turnaround sono proprio le trattative con la categoria degli *stakeholder*. Nel caso specifico il *management* avrà un potere contrattuale ridotto con i creditori, a causa del dissesto in cui verte l'impresa e dalla scarsità di risorse possedute, che non gli permetterà di soddisfare la totalità dei creditori. Compito del *management* sarà quello di ricercare un accordo che soddisfi nel migliore dei modi i creditori, ma che allo stesso tempo gli permetta di continuare l'attività di impresa (scopo del turnaround) ed una completa ripresa dal dissesto; per questi motivi spesso il successo dell'intero processo sarà il risultato dell'abilità del *management* e della sua capacità di negoziazione con i creditori per l'ottenimento di dilazioni di pagamento o di rifinanziamenti, che permettano di ritrovare l'equilibrio aziendale perso e solo successivamente sanare il debito con loro.

4.2 L'impatto della Riforma Fallimentare sulle operazioni di turnaround

La disciplina originaria della legge Fallimentare non garantiva la possibilità di compiere operazioni di ristrutturazione che consentissero il salvataggio di un'impresa in declino, questo perché le operazioni, sia ordinarie che straordinarie, messe in atto nel periodo antecedente alla dichiarazione di fallimento (nei 12 mesi antecedenti nel caso delle ordinarie e nei 24 mesi prima della dichiarazione nel caso delle straordinarie) potevano in qualsiasi momento essere annullate, secondo quanto previsto dal principio della *par condicio creditorum* e dalle regole sulla revocatoria. Sulla base di ciò le operazioni di ristrutturazione aziendale non ottennero lo stesso successo che si ravvisa ora, *post* riforme.

²⁰² Marco Fazzini, Nicolò Abriani; *Turnaround Management*; IPSOA Gruppo Wolters Kluwer; Milano; 2011.

Nella maggior parte dei casi, anche se il piano di risanamento fosse stato compiuto in buona fede, veniva visto come un ostacolo al diritto dei creditori a vedere soddisfatte le proprie obbligazioni, in quanto una parte del patrimonio veniva destinato per la ripresa dell'attività diminuendo le garanzie nei confronti di questi ultimi.

Per ultimo bisogna ricordare che le operazioni di ristrutturazione effettuate in passato si sono dimostrate, nella maggior parte dei casi, dannose sia per l'impresa che per i creditori, sfociando in reati come la bancarotta semplice o fraudolenta.

La legge Fallimentare italiana ha origini molte profonde, dal 1942 ad oggi, è stata sottoposta a numerose modifiche: tra queste dobbiamo necessariamente ricordare la riforma in tre tempi avvenuta tra il 2005 ed il 2007.

La riforma di cui parliamo essendo avvenuta attraverso l'emanazione di tre differenti leggi non si è dimostrata affatto organica, in *primis* perché non ha riguardato la totalità delle procedure concorsuali, in *secundis* essendo stata realizzata con tre provvedimenti differenti ed attraverso la tecnica dell'inserimento di singole modifiche, invece della tecnica della riscrittura integrale delle norme modificate che sarebbe stata senza dubbio più adatta, il risultato è stato quello di un testo per nulla uniforme, composto da disposizioni già presenti nella l.fall. del 1942, da disposizioni introdotte dal d.l. del 2005, da disposizioni introdotte dal d.lgs. del 2006 e da quelle del d.lgs del 2007, provocando successivi problemi di coordinamento e di diritto intertemporale²⁰³.

Cerchiamo di analizzare i tre distinti interventi avvenuti tra il 2005 e il 2007:

- il d.l. 14 marzo 2005, n. 35, ha modificato alcune parti relative alla disciplina della revocatoria fallimentare (definendo regole meno restrittive durante quello che viene definito "periodo sospetto"). Ha definito regole più semplici per la disciplina di concordato preventivo, abrogando il requisito nell'accordo del pagamento di almeno il 40% dei creditori chirografari. Infine, ma non per importanza, sono stati formalmente riconosciuti dinnanzi ai Tribunali Fallimentari gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art 182-*bis*) e dei piani di risanamento (art. 67, co. 3),

²⁰³ Alessandro Nigro, Daniele Vattermoli; *Diritto della crisi d'impresa. Le procedure concorsuali*; Terza edizione; il Mulino; Bologna; 2014.

stipulati tra l'imprenditore/debitore ed i suoi creditori in determinate circostanze particolari;

- il d.lgs 9 gennaio 2006, n.5, intitolato “riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali”, che ha modificato in numerosi aspetti la disciplina del fallimento, prevedendo norme meno restrittive sulla figura del curatore fallimentare e sulla sua possibilità di continuare a condurre l'attività di impresa nel corso della procedura, sulla base di una massima conservazione dell'avviamento e sulla possibilità di cedere l'azienda o un ramo di questa in affitto. Inoltre la riforma ha completamente eliminato la disciplina dell'amministrazione controllata ed ha esteso le norme del nuovo concordato preventivo anche al concordato fallimentare;
- il d.lgs 12 settembre 2007, n.169, il c.d. “correttivo”, questo provvedimento ha assunto il compito di correggere ed integrare le modifiche avvenute dai due provvedimenti sopracitati, andando a modificare la disciplina della liquidazione coatta amministrativa.

I principi ispiratori della riforma possono essere così sintetizzati: nella ricerca di una semplificazione e velocizzazione dell'*iter* delle procedure concorsuali, in tutte le fasi; nell'attribuzione di un ruolo più attivo nei confronti dei debitori e dei creditori, individuando la gestione dell'attività d'impresa come un fatto prevalentemente privato e non pubblico e lasciando spazi limitati nei confronti dell'autorità giudiziaria; nella preferenza di meccanismi e tecniche di conservazione delle strutture produttive, sviluppando l'idea che per quanto la crisi sia un evento patologico di un'impresa, questa non deve necessariamente avere carattere distruttivo, essendo un evento da gestire non in chiave punitiva ma in un'ottica quanto più conservativa possibile, in funzione di un recupero e di un reinserimento nel mercato dell'impresa in difficoltà²⁰⁴.

²⁰⁴ Alessandro Nigro, Daniele Vattermoli; *op. cit.*

Quando il valore dell'impresa *post* il possibile risanamento, risulta superiore rispetto a quello ottenibile con la liquidazione, sarà possibile il proseguimento dell'attività²⁰⁵, una volta verificato ciò le banche si impegneranno a tenere le linee di credito nel corso della durata di tutto il processo di turnaround (soprattutto in un paese come l'Italia dove la prima fonte di finanziamento aziendale è data dall'attività bancaria).

Per attuare il processo di turnaround sarà necessario ottenere un accordo extragiudiziale con le parti (*stakeholder*), ma tali accordi sono di difficile realizzazione a causa: dell'esposizione del patrimonio sociale ricollegata alla possibilità di compiere azioni individuali da parte dei creditori nel corso del processo di turnaround; della possibilità di insuccesso della procedura, che conseguentemente potrebbe far sfociare la crisi in una dichiarazione di fallimento, che potrebbe compromettere tutti gli atti ed i pagamenti eseguiti attraverso l'istituto della revocazione; della responsabilità penale e civile in cui incorrono i diversi attori coinvolti.

Il legislatore è intervenuto cercando di rimediare a queste difficoltà sopracitate, cercando di favorire l'applicazione dei Piani di turnaround attraverso l'introduzione di diversi strumenti di soluzione concordata, i c.d. concordati stragiudiziali²⁰⁶ (o amichevoli), il cui scopo principale è quello dell'organizzazione convenzionale del soddisfacimento dei creditori, con modifica delle condizioni originarie. Essi sono appunto i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione del debito, a cui si deve aggiungere anche il concordato preventivo che, per quanto abbia natura giuridica, si caratterizza per il carattere volontario e preventivo, ma soprattutto per un ruolo completamente secondario degli organi giudiziali rispetto al fallimento.

²⁰⁵ Questa teoria prende il nome di “*London Approach*”, essa ormai si è affermata a livello internazionale come teoria sulla ristrutturazione dell'attività d'impresa e definisce alcune regole alla base del compimento di un'operazione di turnaround.

²⁰⁶ Sul termine concordato stragiudiziale sono presenti diverse tesi contrapposte: la tesi “unitaria”, che designerebbe l'accordo unitario intercorso fra debitore e creditore, al di fuori di ogni intervento dell'autorità giudiziaria; la tesi “atomistica” per la quale il concordato sarebbe composto da differenti accordi tra debitore e singoli creditori, gli accordi si presentano come unici, ognuno indipendente dall'altro.

Bisogna sottolineare che il nome “concordato stragiudiziale” è semplicemente frutto di una convenzione linguistica, che permette di individuare qualsiasi tipo di accordo che venga negoziato tra l'imprenditore ed i suoi creditori, indipendentemente dalle possibili varianti.

Gli unici due requisiti tassativamente previsti da parte del legislatore, per la totalità delle discipline, sono il presupposto soggettivo ed il presupposto oggettivo.

Il presupposto soggettivo risiede nella qualità di imprenditore commerciale in capo al debitore.

Il presupposto oggettivo è rappresentato dal fatto che l'impresa verti in uno *status* di crisi, che si distingue da quello di insolvenza che troviamo nel fallimento dove il dissesto è diventato ormai definitivo e irreversibile; nel nostro caso si intende una temporanea difficoltà in cui si trova l'impresa, difficoltà a cui può porsi rimedio attraverso la stipulazione dell'accordo con gli *stakeholder*²⁰⁷.

La gestione privata presenta numerosi vantaggi rispetto a quella giudiziaria o amministrativa, tra queste troviamo la maggior adattabilità ed elasticità al caso concreto, cioè al tipo di dissenso in cui verte la *target*; il minor impatto negativo nel mercato in termini di immagine e credibilità dell'impresa; la scarsa efficacia ed efficienza delle norme che regolano le procedure pubbliche.

Andando però ad analizzare tutti gli aspetti delle procedure concorsuali a gestione privata, bisognerà evidenziare anche i lati negativi di queste rispetto a quelle pubbliche, tra questi è opportuno segnalare: l'efficacia relativa dei contratti, i quali vincoleranno solo i creditori sottoscrittori e non la massa di questi; il fatto che le soluzioni private non godono di regimi particolari, motivo per cui gli atti adottati tramite accordo potrebbero essere dichiarati nulli a seguito della revocatoria fallimentare; l'impossibilità a carico dei creditori di godere dei privilegi previsti *ex lege* (non ci sarà una differenziazione tra creditori privilegiati o chirografari), se non di quelli riconosciuti dall'imprenditore al momento dell'accordo; infine potrebbero prospettarsi sia nei confronti del debitore che del creditore rischi di natura penale (bancarotta semplice o fraudolenta) o civile (responsabilità dei sindaci o degli amministratori).

Nei prossimi paragrafi ci concentreremo sulle caratteristiche dei singoli istituti (accordi di ristrutturazione del debito, piani di risanamento e concordato preventivo), riuscendo in

²⁰⁷ Giuseppe Amoroso, Maurizio Bernardi; *La riforma fallimentare in Italia: l'impatto sulle operazioni di turnaround*; Quaderni sull'investimento nel capitale di Rischio; AIFI; Milano; 2007.

questo modo ad avere un quadro complessivo su come si sviluppano gli accordi privati in Italia per il superamento delle crisi d'impresa.

4.3 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, introdotti dal d.l. n.35 del 2005 e più volte modificati negli ultimi anni (ultima modifica d.l. n. 83 del 2012), sono previsti dall'art. 182-*bis* della l.fl. e rappresentano una procedura che consente il risanamento dell'impresa e dell'esposizione debitoria della *target* in tempi celeri.

L'imprenditore/impresa che soggiace in uno *status* di crisi sarà libero di pattuire tali accordi con i propri creditori, l'art.182-*bis* specifica che l'accordo per avere efficacia deve essere stipulato con almeno il 60% dei creditori; dovrà essere presentato unitamente ad una relazione redatta da parte di un professionista (designato dal debitore), il quale attesti la veridicità dei dati e attuabilità dell'accordo (tra cui il soddisfacimento di almeno il 60% dei creditori); una volta raggiunti gli accordi potranno essere soggetti ad omologazione da parte del tribunale, se l'imprenditore ne faccia richiesta presso la cancelleria del tribunale, presentando l'accordo unitamente alla documentazione prevista dall'art.161 l.fl. ed alla relazione dell'esperto, l'accordo sarà così pubblicato all'interno del registro delle imprese ed i creditori interessati avranno la facoltà di proporre opposizione entro 30 giorni dalla pubblicazione.

Il tribunale potrà rifiutarsi di omologare l'accordo e in questo caso dovrà provvedere con decreto motivato a rigettare la domanda o dichiararla inammissibile. Sempre con decreto motivato dovrà procedere in camera di consiglio se intende procedere con l'omologazione. I soggetti che possono ricorrere a tale istituto non sono definiti con precisione dalla l.fl. e nella prassi si ritiene che in determinate situazioni ne possano fare utilizzo anche gli imprenditori agricoli.

Anche se si presentano come accordi di natura privata, essi rientrano sempre nella categoria delle procedure concorsuali, motivo per cui quando la disciplina sia lacunosa od incompleta si andranno ad applicare per analogia le norme relative al concordato

preventivo (di cui tratteremo nel paragrafo 4.5), prevedendo l'utilizzo degli strumenti prestabiliti da parte dell'artt.161 ss. della legge fallimentare ("Domanda di concordato"). Rispetto al concordato preventivo è previsto un limite: l'accordo non potrà incidere nei confronti dei creditori estranei, cioè quei soggetti che non hanno avuto modo di partecipare alle trattative, questo perché l'accordo può prevedere trattamenti diversificati per ogni singolo creditore a prescindere dalla suddivisione in classi. L'accordo, quindi, non avrà alcun effetto remissorio per i creditori che non prendono parte ad esso, che dovranno essere integralmente soddisfatti entro 120 giorni; inoltre nei confronti dei creditori rimasti estranei possono essere previste dilazioni di pagamento, le quali però non potranno superare un tempo massimo di 120 giorni dal momento dell'omologazione.

Bisogna sottolineare che l'efficacia dell'accordo non deriva dall'omologazione del tribunale, da quest'ultima deriva l'effetto legale fondamentale dell'accordo: una volta ottenuta l'omologazione da parte del tribunale l'imprenditore otterrà l'esenzione dall'azioni revocatorie²⁰⁸ e di tutti gli altri atti, pagamenti e garanzie, che permetteranno all'imprenditore di avviare il processo di turnaround liberamente, senza rischiare che l'intera l'attività di ristrutturazione aziendale (se non andata a buon fine) venga annullata una volta dichiarato il fallimento.

Infine bisogna ricordare che per facilitare l'attività di ripresa dell'impresa, l'imprenditore potrà richiedere, attraverso istanza al tribunale, la sospensione delle azioni cautelari ed esecutive individuali dei creditori, divieto che sarà sempre presente nei confronti dei creditori anteriori.

4.4 I piani di risanamento

²⁰⁸ **Art. 67, co. 3, lett. e, "Atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie":**

"Non sono soggetti ad azione revocatoria:

[...]

e) gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata, nonché dell'accordo omologato ai sensi dell'articolo 182-*bis*, nonché gli atti, i pagamenti e le garanzie legalmente posti in essere dopo il deposito del ricorso di cui all'articolo 161."

I piani di risanamento sono utilizzati per ricercare una riorganizzazione dell'attività aziendale, essi sono previsti da parte dell'art. 67 co. 3 lett. *d* e si presentano come accordi di natura privata più semplici rispetto agli accordi di ristrutturazione dei debiti, consentendo di raggiungere il medesimo risultato senza avere necessità di un preventivo accordo con una determinata percentuale di creditori, senza nessuna necessità di essere prima pubblicati all'interno del registro delle imprese (la pubblicazione sarà facoltativa) ed infine senza dover essere sottoposti al controllo di omologazione da parte del tribunale. Secondo la legge Fallimentare sarà necessario che il piano sia redatto prima del compimento degli atti che si intende sottrarre alla revocatoria e che un esperto ne vada ad attestare la ragionevolezza, il piano sarà esibito solo con l'apertura della procedura fallimentare al fine di contrastare l'azione revocatoria per quelle determinate attività tutelate. Uno dei problemi principale di tale strumento è l'incertezza degli stessi, anche se presente l'attestazione dell'esperto, quando vengono presentati al giudice a fallimento aperto potrebbe non essere riconosciuta l'esenzione dalla revocatoria²⁰⁹.

Riprendendo l'art. 67 co. 3 lett. *d* l.fll., vediamo che questo prevede che non saranno soggetti ad azione revocatoria: “gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'art. 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio; in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'art. 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore

²⁰⁹ G.F. Campobasso; *Diritto Commerciale. Vol.3. Contratti. Titoli di credito. Procedure concorsuali*; Quinta Edizione a cura di M.Campobasso; UTET Giuridica; Torino; 2014.

ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo; il piano può essere pubblicato nel registro delle imprese su richiesta del debitore”²¹⁰.

La disposizione permetterà così agli investitori finanziari di poter concludere transazioni con la *target* e formulare il Piano di turnaround, senza temere pregiudizi successivi da parte della revocatoria fallimentare, garantendo alle imprese di poter proseguire la propria attività anche se vertono in uno *status* di dissesto, ma soprattutto senza la necessità di un provvedimento giudiziale e mantenendo una certa riservatezza con l'esterno.

La modifica apportata nel 2012 è andata ad incrementare il tasso di negoziabilità dell'operazione, favorendo sempre di più soluzioni concordate alle risoluzioni delle crisi d'impresa²¹¹.

Questi accordi, però, non sono una completa sicurezza per il debitore e non godranno delle moratorie delle azioni esecutive individuali, che invece possiamo riscontrare sia nel concordato preventivo che negli accordi di ristrutturazione dei debiti; allo stesso modo non sarà neanche possibile applicare il divieto in capo al debitore del pagamento dei debiti pregressi.

Inoltre non viene specificata la natura contrattuale del piano ed esso potrà essere rappresentato anche da una decisione unilaterale, presa da parte dell'imprenditore ed approvata dal revisore contabile. Tutto ciò andrà sicuramente ad avvantaggiare la posizione dei creditori, che avranno un potere contrattuale maggiore rispetto alle altre procedure, non essendoci controlli esterni né da parte degli organi giudiziari, né da parte degli altri creditori.

Bisogna tenere in considerazione che nel corso della stipulazione dell'accordo potrebbero facilmente verificarsi degli abusi da parte del debitore (ad esempio non è presente un meccanismo di controllo in capo alle capacità del revisore, il quale viene scelto dallo stesso debitore), i creditori in questi casi potranno impugnare gli accordi tramite l'azione di simulazione, oppure potranno provare l'inadeguatezza degli atti posti in essere per conseguire gli scopi degli accordi, oltremodo potranno utilizzare l'azione revocatoria

²¹⁰ Lettera modificata dal d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito con legge 7 agosto 2012, n. 134.

²¹¹ Maria Rosaria Grossi; *La soluzione concordata della crisi*; Executive Temporary Management; Milano.

ordinaria o quella di annullamento, cercando così di eliminare eventuali abusi realizzatisi tra creditore e debitore e dipendenti direttamente dall'accordo.

Infine occorre ricordare che tali accordi non hanno finalità liquidatorie, ma di semplice riequilibrio della situazione debitoria e di riorganizzazione dell'attività aziendale, per la giurisprudenza la non revocabilità in sede fallimentare rappresenta una sorta di "ricompensa" per i creditori/*stakeholder*: per aver proposto il loro soddisfacimento o aver partecipato al rifinanziamento dell'impresa, permettendo la ristrutturazione ed il risanamento della stessa.

4.5 Il Concordato Preventivo

Il concordato preventivo è l'ultima procedura concorsuale di cui ci occuperemo, esso è disciplinato da parte del Titolo III della legge Fallimentare (artt. 160-186), la normativa del presente Titolo è stata soggetta a differenti modifiche sin dalle riforme del 2005 e del 2012, fino all'ultimo intervento correttivo da parte del d.l. 27 giugno 2015, n. 83, convertito della l. n. 132 del 6 agosto 2015²¹².

Quest'istituto giudiziario, completamente modificato dalle riforme, rappresenta il mezzo più valido che la legge attribuisce al debitore per evitare la procedura fallimentare: potrà essere fatta domanda solo prima della dichiarazione di fallimento e consisterà in un accordo tra creditori e debitore circa le modalità con cui dovranno essere estinte le obbligazioni.

Gli interventi legislativi hanno inteso modificare la partecipazione da parte degli organi giuridici, accentuando la natura negoziale dell'istituto, ritenendo che la contrattazione sia il mezzo migliore per il superamento di una crisi, riducendo così le condizioni di ammissibilità e andando completamente ad eliminare quelle legate alla figura dell'imprenditore.

²¹² Stefano Ambrosini; *Il nuovo diritto della crisi d'impresa: l. 132/15 e prossim riforma organica*; Zanichelli Editore; Torino; Prima Edizione; Gennaio 2016.

Prima delle diverse riforme, la procedura puntava a trovare una semplice alternativa al fallimento e poteva essere richiesta solo da quegli imprenditori che mostrassero determinati requisiti di “meritevolezza”, attraverso la presentazione di una proposta in grado di soddisfare almeno il 40% dei creditori e sempre con il rispetto della *par condicio creditorum*.

Gli ultimi interventi correttivi, hanno completamente ridimensionato le percentuali: andando a richiedere il soddisfacimento con l'accordo di almeno il 20% dei creditori chirografari in caso di concordato liquidatorio, che non si andrà ad applicare nel caso del concordato con continuità aziendale previsto da parte dell'art. 186-*bis*.

La previsione di percentuali ridotte e della possibilità di un concordato che consenta la prosecuzione dell'attività aziendale determina una funzione più ampia che il legislatore ha voluto concedere all'istituto, a discapito della semplice alternativa al fallimento percepita in passato; attraverso lo strumento del concordato l'imprenditore avrà la possibilità di risanare la situazione debitoria, con la possibilità di proporre ai creditori sia una liquidazione degli *assets* aziendali, sia un proseguimento dell'attività d'impresa. Ritrovando così un nuovo equilibrio economico-finanziario che l'impresa in difficoltà aveva completamente perso²¹³.

Una delle novità introdotte è la possibilità di prevedere un'alternativa al concordato liquidatorio, attraverso il concordato con continuità aziendale o quello misto (prevedrà sia la liquidazione che la cessione dell'attività aziendale), consentendo di individuare una maggiore autonomia dell'istituto, permettendo di predisporre una proposta quanto più rispondete al caso concreto, che permetterà di soddisfare i diversi creditori nel migliore dei modi.

La domanda di concordato con continuità aziendale prevista dall'art. 186-*bis*, dovrà contenere un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività aziendale, attestando (attraverso la figura dell'esperto) che sia la scelta migliore e quella che comporti minori sofferenze in capo ai creditori. Oltre che dalla

²¹³ Stefano Ambrosini; *Il diritto della crisi d'impresa nella legge n. 132 del 2015 e nelle prospettive di riforma*, articolo in ilcaso.it, sezione: Crisi d'Impresa e Fallimento; 30 novembre 2015.

relazione del professionista²¹⁴, che rappresenta una vera e propria garanzia per i creditori, alla domanda dovranno essere allegati una serie di documenti, quali: la relazione della situazione economica e finanziaria; lo stato analitico dell'attività aziendale; l'elenco nominativo dei creditori e dei titolari di diritti reali e personali sui beni aziendali; la descrizione dettagliata delle modalità e dei tempi di adempimento.

Come in tutte le procedure concorsuali, è richiesto il soddisfacimento delle due condizioni, oggettiva e soggettiva.

I presupposti soggettivi sono rappresentati dal fatto che si tratti di un imprenditore commerciale e che questo versi in uno stato di crisi o di insolvenza²¹⁵.

L'art. 160 l.fl. al comma 1 definisce quali sono i requisiti oggettivi:

- a) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito;
- b) l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assuntore; possono costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate o da costituire nel corso della procedura, le azioni delle quali siano destinate ad essere attribuite ai creditori per effetto del concordato;
- c) la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei;
- d) trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse.

²¹⁴ Il professionista è un soggetto scelto da parte del debitore, che dovrà rispondere ai requisiti di indipendenza e sarà soggetto a responsabilità sia civile che penale.

²¹⁵ La riforma del 2005 ha permesso di ricorrere a tale procedura non solo se sia presente uno stato di insolvenza, come succedeva *pre* riforma, ma anche nel caso in cui l'azienda verta in uno stato di crisi economica, andando ad ampliare le possibilità di applicazione, e riconoscendo una duplice finalità del concordato: sia nei confronti di crisi temporanee e reversibili, sia nei confronti di crisi definitive e irreversibili (con lo scopo originario di evitare il fallimento).

Attraverso l'utilizzo del concordato il debitore goderà di una tutela sia dal punto di vista cautelare che esdebitativo, attribuendogli la possibilità di poter proseguire l'attività d'impresa senza troppe ripercussioni e garantendo la disponibilità del patrimonio della *target*.

Come accade nel fallimento, la proposta di concordato deve essere depositata presso la cancelleria del tribunale del luogo dove ha sede legale l'impresa e sarà pubblicata il giorno successivo sul registro delle imprese.

A differenza di ciò che accade all'interno dei piani stragiudiziali, dal momento in cui avviene il deposito si manifesteranno gli effetti cautelativi legati alla procedura, non sarà infatti possibile per i creditori porre azioni individuali cautelari o esecutive nei confronti del patrimonio del debitore.

Per quanto il concordato sia incentrato su di un accordo di natura privata, necessità dell'omologazione da parte del Tribunale (essendo una procedura di natura giudiziale), come accade per i piani di ristrutturazione dei debiti, la riforma ha reso l'attività del tribunale un controllo meramente formale sulle regolarità della procedura, eliminando qualsiasi giudizio di merito; il tribunale potrà dichiarare inammissibile la proposta attraverso un decreto motivato, che non potrà essere soggetto a reclamo, in questi casi, su istanza di un creditore o del p.m., dovrà accertare che non siano presenti i presupposti per la dichiarazione di fallimento e nel caso dovesse riscontrarli dovrà immediatamente dichiarare il fallimento del debitore.

Nel caso di accoglimento della domanda, dovrà procedere con la nomina di un giudice delegato e del commissario giudiziale, ordinando la convocazione dei creditori; la proposta sarà sottoposta a votazione da parte dei creditori e dovrà ottenere le percentuali previste da legge.

Una volta controllato il raggiungimento dei *quorum* richiesti, il tribunale procederà all'omologazione attraverso l'emanazione di una sentenza, se invece il tribunale dichiara inammissibile la procedura e vi sia richiesta da parte di un creditore o del p.m. dovrà procedere ad emanazione della sentenza di fallimento.

Con l'omologazione si manifesteranno gli effetti esdebitativi, il debitore sarà liberto da tutti i crediti residui, escludendo la possibilità in capo ad i creditori di agire per il recupero del credito insoddisfatto dal concordato.

Il concordato comporta numerosi vantaggi in capo all'imprenditore, che in questo modo evita le gravi conseguenze patrimoniali, personali e penali del fallimento; inoltre quest'ultimo conserva l'amministrazione dei beni e la gestione dell'impresa, che non passeranno in capo al commissario, ma saranno semplicemente sottoposte al suo controllo, a differenza del fallimento. Sarà inoltre necessaria un'autorizzazione da parte del giudice delegato per tutti gli atti di gestione straordinaria che siano effettuati nel corso dell'applicazione del concordato, per non essere opponibili da parte dei creditori.

Gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse per l'attuazione e nel corso del concordato preventivo che sia stato omologato, non potranno essere soggette a revocatoria, come prestabilito da parte dell'art. 67 co. 3 lett. e l.fl., inoltre la lett. g dello stesso comma prevede che non sono soggetti a revocatoria: "i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili eseguiti alla scadenza per ottenere la prestazione di servizi strumentali all'accesso alle procedure concorsuali di amministrazione controllata e di concordato preventivo".

Come nel fallimento i crediti sorti nel corso dell'operazione dovranno essere soddisfatti in prededuzione (art. 111 co. 2).

La riforma ha previsto la possibilità di suddivisione in classi dei creditori, che non riscontriamo all'interno degli altri accordi stragiudiziali, il rispetto della *par condicio creditorum* consente al debitore di poter soddisfare i creditori in modi più efficaci a seconda della classe di appartenenza.

Possiamo riscontrare nel nuovo concordato *post* riforme un duplice fine: da un lato consente di soddisfare nel miglior modo possibile i creditori e dall'altro consente la ristrutturazione del debito attraverso l'alternativa del proseguimento dell'attività aziendale.

Le novità apportate con la riforma hanno prodotto un netto aumento delle domande di ammissione alla procedura, facendo diminuire il ricorso alla procedura fallimentare.

Conclusioni

Lo scopo del presente elaborato è stato quello di fornire uno strumento alternativo, rispetto alle classiche procedure concorsuali, per il superamento delle crisi d'impresa, strumento che permetta il salvataggio dell'attività aziendale senza dover ricorrere al fallimento, alla liquidazione o alla cessione; che per quanto istituti utili e necessari, alle volte comportano risultati troppo drastici e dolorosi per l'economia del paese.

La necessità di individuare tali strumenti dimostra il difficile momento che sta attraversando l'economia nazionale, ma anche quella globale, e l'incapacità da parte delle aziende di reagire a tale situazione; la crescita del numero di imprese che vertono in una situazione di dissesto aumenta sempre di più e l'unica soluzione è quella di individuare tutti gli strumenti validi per il superamento delle crisi.

L'elaborato ha come obiettivo principale l'individuazione della crisi d'impresa non come un momento di pericolo per la sopravvivenza dell'azienda, ma come una vera e propria possibilità di crescita e sviluppo per l'attività di questa, attraverso l'attuazione di una strategia che punti alla ristrutturazione e riorganizzazione dell'impresa.

Lo strumento protagonista dell'elaborato è il *turnaround fund*, cioè quel fondo di private equity predisposto per l'attuazione di un Piano di turnaround, col fine di ricreare il valore aziendale perso a causa di un periodo negativo, attraverso l'apporto di un finanziamento in capitale di rischio.

In una realtà come quella italiana, tali strumenti non sono molto utilizzati, ciò è dovuto soprattutto alla struttura del nostro mercato nazionale, composto per la grande maggioranza da realtà aziendali di natura familiare, che difficilmente sono disposte a concedere ad esterni la gestione e la ristrutturazione della loro attività, anche se vertono in un forte squilibrio economico-finanziario. Questo fa sì che aziende, in periodo di crisi, siano più propense a ricercare risorse finanziarie attraverso il ricorso al debito bancario, strumento che comporta solo un aumento dell'indebitamento complessivo, senza realmente far sì che l'azienda riesca a trovare una soluzione per uscire dalla crisi e ristabilire l'equilibrio perso.

Proprio per l'incapacità del finanziamento bancario a porre soluzioni al dissesto, ho deciso di affrontare in questo elaborato, un tema per nulla sviluppato nel territorio italiano, che si presenta come un'ottima alternativa all'istituto bancario: sia per la possibilità in capo all'investitore istituzionale di ottenere una remunerazione maggiore al momento del disinvestimento; sia per l'impresa stessa che non verrà semplicemente finanziata, ma diverrà l'oggetto di un Piano strategico strutturato *ad hoc* per "salvarla" e portarla fuori dal dissesto.

Il *turnaround fund*, cioè quel fondo d'investimento nel capitale di rischio appositamente costituito per la ristrutturazione dell'attività aziendale e il superamento di una crisi in corso, attuerà un processo di cambiamento, che non punterà a salvaguardare solo l'attività dell'impresa, ma anche tutto ciò che la circonda, come il *brand*, la storicità, i posti di lavoro, ecc.

In questo modo, l'investimento di private equity per il cambiamento aziendale deve essere visto come un'opportunità per gli investitori ed un valido strumento di supporto per le aziende.

Purtroppo all'interno del quadro italiano l'utilizzo di questi strumenti non è sempre vista come un'opportunità, per il motivo che gli operatori professionali tendono ad acquisire *assets* a prezzi molto bassi, a causa della situazione di dissesto in cui verte la *target* al momento dell'acquisto, ma quando verrà effettuato il disinvestimento, qualora l'operazione di turnaround venga portata a termine con successo, li rivenderanno al valore di mercato ottenendo una buona remunerazione dalla differenza di vendita e acquisto.

La presenza di investitori istituzionali, nella gestione dell'attività d'impresa, con specifiche competenze e *know-how* professionali, rende più allettante l'impresa sul mercato; ovviamente le realtà aziendali in cui agiscono tali operatori, sono realtà che presentano buone possibilità di recupero e non situazioni irreversibili, l'investitore punterà ad individuare nella *target* specifiche caratteristiche, come area o settore di mercato in cui si sviluppa l'attività aziendale, a cui dovrà rispondere per poter ottenere il finanziamento e l'aiuto operativo.

La continua situazione economica negativa presente all'interno del territorio italiano, accompagnata da una forte diminuzione delle operazioni finanziarie, a causa anche della

crisi del 2008, ha comportato nella maggior parte delle realtà aziendali a porre una frenata tanto alla richiesta, quanto all'offerta dei finanziamenti attraverso l'utilizzo di capitale di rischio; motivo per cui i principali operatori finanziari hanno origini straniere e non nazionali.

Per quanto poco sviluppato, molto lentamente lo strumento del private equity si sta ritagliando uno spazio anche all'interno del mercato italiano, questo è quello che dimostrano i dati raccolti da parte del *Private Equity Monitor*, istituito presso l'AIFI, che dal 2004 ha deciso di separare le operazioni di turnaround rispetto a quelle di *replacement*, identificando l'apposito istituto del *Turnaround Monitor*, con lo scopo di rilevare l'andamento delle operazioni di turnaround effettuate tramite fondi di private equity nel territorio italiano.

Nell'esaminare la situazione di dissesto che vive un'impresa sottoposta ad un'operazione di turnaround, abbiamo voluto prendere in considerazione il caso di Sirti S.p.A., colosso italiano operante per la costruzione, manutenzione e qualsiasi attività attinente gli impianti e le reti di telecomunicazioni che dopo un periodo di squilibrio, iniziato nell'anno 2000, è riuscita a ritrovare un proprio equilibrio grazie all'intervento di un *turnaround fund*, Pillarstone Italy.

L'intento dell'elaborato è quello di dimostrare come agisce concretamente un operatore istituzionale: quali scelte pone in essere per individuare la *target*; quali sono i comportamenti migliori da intraprendere al momento in cui si raggiunge l'accordo con l'impresa; come si insinua all'interno della gestione e del *management*; quali tipi di operazioni sono compite per effettuare la ristrutturazione e la riorganizzazione dell'impresa; come l'impresa ritorna a generare valore.

Con rammarico non è stato possibile prendere in considerazione il momento del disinvestimento, in quanto il fondo Pillarstone Italy ha acquisito il 100% di Sirti S.p.A. solo agli inizi del 2016, data troppo vicina per poter fare una previsione certa nel medio-lungo termine sul successo dell'operazione e sulla remunerazione futura. Quello che possiamo constatare è che l'attività aziendale, operativa e finanziaria, di Sirti è in netto recupero successivamente l'intervento dell'operatore di PE, questo lo si può riscontrare in

una continua crescita del fatturato e in un'implementazione del *core business*, attraverso l'attuazione di operazioni di acquisto M&A.

In conclusione il presente lavoro vuole essere uno stimolo per il mercato italiano, vuole individuare un'alternativa valida al finanziamento bancario ed alle pesanti procedure concorsuali, andando a valutare i benefici di tali strumenti finanziari, in termini di remunerazione per gli investitori e di creazione del valore per l'azienda in crisi.

Il mio auspicio è quello che, in un futuro, il mercato italiano possa garantire un'offerta maggiore di finanziamenti attraverso l'utilizzo del capitale di rischio, adeguandosi così ai normali *standard* internazionali e riuscendo, in questo modo, ad affrancare le aziende dalle pressioni che vengono esercitate dalla tirannica politica adottata dagli istituti di credito bancari, i quali non sono ancora in grado di proporsi come operatori professionali alla stregua di quelli oltreoceano, che recepiscono la crisi come un'opportunità e non come un evento funesto.

Concludo questo elaborato riportando una frase del 35° presidente degli Stati Uniti d'America, J. F. Kennedy, che inquadra alla perfezione l'approccio che si dovrebbe avere nel corso di una ristrutturazione aziendale: *“Il termine crisi in cinese viene scritto con due ideogrammi: uno raffigurante il pericolo, l'altro, invece, l'opportunità”*.

Ringraziamenti

Ringrazio la mia università, la LUISS Guido Carli, non un semplice istituto, ma una vera e propria palestra di vita, che in questi cinque anni mi ha regalato esperienze bellissime permettendomi di maturare continuamente, offrendomi stimoli ed opportunità per realizzare i miei sogni.

Ringrazio il Prof. Vincenzo De Sensi, per avermi supportato nel corso della redazione di questo elaborato con disponibilità e pazienza, ma soprattutto per avermi fatto avvicinare ed appassionare, grazie al suo metodo d'insegnamento, alla materia delle crisi d'impresa.

Ringrazio la Prof.ssa Concetta Brescia Morra, per la sua gentilezza ed affabilità, per essere stata a disposizione per qualsiasi chiarimento.

Ringrazio la mia famiglia, senza di loro questo sogno non si sarebbe mai realizzato, il loro supporto è stato continuo in questi anni e grazie a loro ho avuto la forza di non abbandonare mai il mio obiettivo.

Infine è necessario ringraziare i miei amici, la mia piccola "Famiglia Romana", senza di loro questo percorso non sarebbe stato uguale.

Bibliografia

AA. VV.; *Principi e metodi di valutazione di aziende e partecipazioni societarie*; Egea; Milano; 1989.

AIFI; *Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital*; Marzo 2014.

AIFI; *Il mercato italiano del Private Equity, del Venture Capital e del Private Debt*; Marzo 2015.

AIFI; *Il mercato italiano del Private Equity, del Venture Capital e del Private Debt nel 2016*; Marzo 2017.

AIFI; *Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt*; Marzo 2016.

AIFI; *Libro Bianco: proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*; 2011.

Ambrosini Stefano, Andreani Giulio, Tron Alberto; *Crisi d'impresa e restructuring. Aspetti economico-aziendali, giuridici e fiscali alla luce delle prime applicazioni introdotte dalla legge 134/2012*; Il Sole 24 Ore; Luglio 2013.

Ambrosini Stefano, Demarchi Paolo G.; *Il nuovo concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*; Giuffrè; Milano; 2005.

Ambrosini Stefano; *Contenuti e fattibilità del piano di concordato preventivo alla luce della riforma del 2012*; articolo in ilcaso.it, Sezione II: Dottrina e opinioni; Documento n.306; 2012.

Ambrosini Stefano; *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*; Trattato di diritto commerciale; CEDAM; Padova; 2008.

Ambrosini Stefano; *Il diritto della crisi d'impresa nella legge n. 132 del 2015 e nelle prospettive di riforma*, articolo in ilcaso.it, sezione: Crisi d'Impresa e Fallimento; 30 novembre 2015.

Ambrosini Stefano; *Il nuovo diritto della crisi d'impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica*; Zanichelli Editore; Torino; Prima Edizione; Gennaio 2016.

Amoroso Giuseppe, Maurizio Bernardi; *La riforma fallimentare in Italia: l'impatto sulle operazioni di turnaround*; Quaderni sull'investimento nel capitale di Rischio; AIFI; Milano; 2007

ASSONEBB (Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa); *Bankpedia, Merchant Bank*.

Banca d'Italia; *Questioni di economia e finanza, Il private equity in Italia*; Occasional Paper; Febbraio 2009.

Bebeez; *Sirti, vicino il closing con Pillarstone. Nuovo equity in arrivo per 25 mln*; 24 febbraio 2016.

Benatti F.; *La responsabilità Precontrattuale*; Enciclopedia Giuridica, XXVII, Roma; 1991.

Bessone Mario; *Società di gestione del risparmio. Il regime giuridico della Sgr e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*; Rivista di Diritto Bancario; Giugno 2002.

Bibeault D.B.; *Corporate Turnaround: how managers turn losers into winners*; Beard Book; Washington; 1999.

Biffis P.; *La produzione bancaria*; Giappichelli Editore; Milano; 1995.

Block Z., MacMillan I.; *Corporate Venturing*; Harvard Business School Press, Boston; 1993.

Borsa Italiana; *Cos'è un'OPA?*; in SOTTO LA LENTE; 24 febbraio 2006.

Borsa Italiana; *Leveraged Buy-Out, L'acquisizione attraverso debito*; in SOTTO LA LENTE; 25 luglio 2008.

Borsa Italiana; *Net Asset Value*; in Glossario; 17 gennaio 2017.

Borsa Italiana; *SGR: Le Società di Gestione del Risparmio* in SOTTO LA LENTE; 26 Agosto 2008.

Borsa Italiana; *Turnaround. Il piano di risanamento di un'azienda in difficoltà*; in SOTTO LA LENTE; Marzo 2017.

BVCA, PriceWaterhHouseCoopers; *A guide to private equity*; October 2004.

Campobasso G.F.; *Diritto Commerciale. Vol.3. Contratti. Titoli di credito. Procedure concorsuali*; Quinta Edizione a cura di Campobasso M.; UTET Giuridica; Torino; 2014.

Capecchi G.; *Il valore giuridico delle lettere di intenti*; Diritto del Commercio Internazionale; Milano; 2001.

Cardascia D.G.; *Crisi d'impresa e interventi di turnaround*; dossier Amministrazione e Finanza di SanPaolo Imprese; 2005.

Carlotti M.; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

Caselli S.; *Private Equity and Venture Capital in Europe. Markets, Techniques and Deals*; 1 st Edition; Academic Press; 2009.

Cassazione Civile, sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605.

Cassazione Civile; 10 agosto 2002; n. 12147.

Chesini G.; *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese*; CEDAM; Padova; 2000.

CONSOB; *La vigilanza sugli intermediari finanziari*; www.consob.it.

CONSOB; *Società Quotate. Patti Parasociali*; 26 Novembre 2007.

Cuny C.J., Talmor E.; *A Theory of Private Equity Turnarounds*; Journal of Corporate Finance; 2007; Vol. 13.

Demaria C.; *Introduction to private equity*; Volume 506 di The Wiley Finance Series; John Wiley & Sons; 2010.

Dessey A., Vender J.; *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*; Egea; Milano; 1996.

Di Giorgio G. & Di Odoardo M.; *Venture Capital e Private Equity in Italia*; Working Papers n.3, Marzo 2008; Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro.

Di Tommaso M.; *Analisi economica e regolamentazione del private equity negli stati uniti e nell'unione europea*; Dottorato di ricerca in Diritto ed Economia, XXVI ciclo, LUISS Guido Carli, a.a. 2014/2015.

ENVENT; *Ristrutturazione del debito e Turnaround- Outlook sull'Italia*; Research & Analysis; EnVent S.p.A.; Maggio 2016.

ENVENT; *Ristrutturazione del debito e Turnaround- Outlook sull'Italia*; Research & Analysis; EnVent S.p.A.; Maggio 2017

EVCA, Coopers & Lybrand; *The economic impact of Venture Capital in UK*; Pubblicazione interna, 1996.

EVCA, Price WaterhouseCoopers; *Lessons Learned from Past Mistakes*; Pubblicazione interna; Londra; 1998.

EVCA; *EVCA Barometer*; Issue 54; September 2007.

EVCA; *EVCA Barometer*; Issue 56; November 2007.

EVCA; *EVCA Barometer*; Issue 75; Summer 2011.

EVCA; *Yearbook 2007*; 2008.

EVCA; *Yearbook 2012*; 2013.

EVCA; *Fund Raising and Investor Relations*; Pubblicazione interna; Zaventem; 1995.

Fazzini Marco, Abriani Niccolò; *Turnaround Management*; IPSOA Gruppo Wolters Kluwer; Milano; 2011.

FC&partners; *Cos'è il PRIVATE EQUITY*;
http://www.fcpartners.eu/PRIVATE_EQUITY.pdf.

Festa Carlo; *Pillarstone conquista il 100% di Sirti*; in *The Insider*. Dietro le quinte della finanza; Il Sole 24 Ore; 10 agosto 2016.

Festa Carlo; *Sirti, il fondo Orlando sfida i cinesi di Zte*; in *The Insider*. Dietro le quinte della finanza; Il Sole 24 Ore; 10 luglio 2015.

Franciosi Laura M.; *Trattative e due diligence, tra culpa in contrahendo e contratto*; Quaderni di responsabilità civile e previdenza n.17; Giuffrè Editore; 2009.

Franzone Alberto; *Il Turnaround: nuove prospettive per le imprese italiane*; MANAGEMENT&CAPITALI; 2006.

Gervasoni A., Bechi A.; *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici*; Il mulino; Bologna; 2007.

Gervasoni A., Donadonibus J., Papilj P.; *Caratteristiche strutturali ed operative dei fondi paneuropei di investimento in capitale di rischio*; Liuc Papers n.137; Serie impresa e mercati finanziari n.1; 2003.

Gervasoni A.; *I fondi di investimento*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2000.

Gervasoni A.; *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento del capitale di rischio*; 4 edizione; Milano; Guerini e Associati; 2008.

Gorman M., Sahlman W.A.; "What do venture capitalists do?"; Journal of Business Venturing, Vol. 4; 1989.

Grossi Maria Rosaria; *La soluzione concordata della crisi*; Executive Temporary Management; Milano.

- Guarti L., Bini M.; *La valutazione delle aziende*; Egea; Milano; 2007.
- Guarti L.; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.
- Guarti L.; *Trattato sulla valutazione delle aziende*; Egea; Milano; 1998.
- Guarti L.; *Turnaround: Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Collana Impresa e valore; Milano; 1995.
- Hendry J., Hope V.; *Cultural changes and competitive performance*; European Management Journal; Dicembre 1994.
- Il Sole 24 Ore; *Standstill*; Parole chiave in Argomenti; 3 maggio 2016.
- In Sirti crescono Gandini (Finance) e Perrone (Hr)*; il Sole 24 Ore; 12 giugno 2017.
- Levin Jack S., Rocap Donald E.; *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*; Wolters Kluwer; New York (Stati Uniti); 2016.
- MacMillan I.C., Kulow D.M., Khoylian R.; “*Venture capitalists’ involvement in their investments: extent and performance*”; Journal of Business Venturing; Vol. 4; 1988.
- Mariani Giovanna; *Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround*; con il contributo di Michele Pallottini; Pisa University Press srl; Edizione 2012.
- Mariani Giovanna; *Politiche di capitale circolante e gestione economico-finanziaria d’impresa*; FrancoAngeli; Milano; 2007.
- Marshall A.; *Principles of Economics*; Londra; 1890.
- Masciocchi Mario; *Il turnaround management. Come recuperare e rilanciare le aziende*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2007.
- Massari Mario; *L’importanza dei canali di disinvestimento*; Convegno AIFI; 4 Aprile 2005.

Mc Connel Jhon J.; *The economics of Pre-packaged Bunkruptcy*; Journal of Applied Corporate Finance; Vol. 4, n. 2; 1991.

Ministero dello Sviluppo Italiano; *da Verbale di riunione- Sirti*; 25 maggio 2016.

Nigro A., Vattermoli D.; *Diritto della crisi d'impresa. Le procedure concorsuali*; Terza edizione; il Mulino; Bologna; 2014.

O'Hara P.D.; *The total business plan*; John Wiley & Sons; New York; 1995.

Panorama; *Intervista a Clemente Perrone Chief Human Resources & Organization*; n. 41; Italia; 28 settembre 2017.

Porter M.; *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*; The Free Press; New York; 1985.

PriceWaterHouseCoopers; *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*; Marzo 2013.

Reboa M.; *Fairness Opinion nella fusione per incorporazione di SIRTI S.p.A. e Wiretel 2 S.p.A. in Wiretel*; articolo pubblicato sul sito di Borsa Italiana; Milano; 27 gennaio 2004.

Reuters; *Sirti, Pillarstone (Kkr) tratta acquisizione, capitali per il rilancio*; Milano; 28 dicembre 2015.

Riolo F.; *Convenzioni interbancarie per la soluzione di crisi aziendali*; Edibank; 1994.

Rusconi Gianni; *Organizzazione come sinonimo di innovazione: il caso Sirti*; il Sole 24 Ore; 28 Aprile 2017.

S. A.; *Pillarstone completa l'acquisizione di Sirti: Roberto Pisa il nuovo Ceo*; in Corriere Comunicazioni; 10 Agosto 2016.

Salvemini S.; *Gestire l'impresa partendo dal futuro*; Egea; 1997; Milano.

Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W.; *Venture capitalist governance and value added in four countries*; Journal of Business Venturing; 11; 1996; 6.

Sciarelli S.; *La crisi d'impresa*; CEDAM; Padova; 1995.

Sicca L., Izzo F.; *La gestione dei processi di turnaround. Un caso esemplare: la Pirelle S.P.A.*; Edizioni Scientifiche Italiane; Napoli; 1995.

Sirti S.p.A.; *Progetto di Fusione per incorporazione di Sirti S.p.A. in Sistemi Tecnologici S.p.A. Piano economico-finanziario 2005-2008 e proiezioni 2009-2014*; Assemblea Straordinaria del 19 dicembre 2005.

Sirti; *Nuove nomine ai vertici HRO & FINANCE*; 5 giugno 2017.

Sirti; *Sirti annuncia il nuovo CEO*; Milano; 4 settembre 2017.

Sirti; *Sirti annuncia l'acquisizione di Foi & Vitali Elettrodotti S.p.A.*; Milano; 20 dicembre 2016.

Sirti; *Sirti: prosegue con successo il percorso di rilancio, nel primo semestre ordini e ricavi in crescita*; Milano; 6 agosto 2015.

Sòstero U., Ferrarese P., Mancin M., Marcon C.; *Elementi di bilancio e di analisi economica*; 2011; Libreria Editrice Cafoscarina.

Stefanato Paolo; *Sirti verso il rilancio: primo semestre in pareggio dopo sei anni*; il Giornale; 5 agosto 2015.

Steier L., Greenwood R.; *Ventur Capital relationship in the deal structuring and post-investment stage of new firm*; Journal of Management Studies; Vol. 32; maggio 1995.

Tosatto Pierluigi; intervento nel corso di una conferenza "*Turnaround aziendali*"; Aprile 2013; Treviso.

Tribunale di Milano, sez. II, 20 giugno 2012, n. 7439.

Turnaround Monitor; *Rapporto Italia 2004-2012*; con l'aiuto di Orlando Italy; 2012.

Wall J., Smith J.; "*Better Exits*"; EVCA, Special Paper; 1998.

Zeus News; Sirti in crisi nera ricorre alla cassa integrazione. La più grande azienda italiana di appalti telefonici dichiara una profonda crisi e attiva la cassa integrazione; 13 Marzo 2012.

Sitografia

<http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/standstill.html>

http://blog.ilcaso.it/news_605/06-09-

[17/La risoluzione del concordato preventivo e la %28successiva%29 dichiarazione di fallimento- profili ricostruttivi del sistema](http://blog.ilcaso.it/news_605/06-09-17/La_risoluzione_del_concordato_preventivo_e_la_%28successiva%29_dichiarazione_di_fallimento-Profili_ricostruttivi_del_sistema)

<http://docenti.unimc.it/antonella.paolini/teaching/2015/14852/files/turnaround.pdf>

<http://enventcapitalmarkets.co.uk/wp-content/uploads/2017/05/Outlook-turnaround-2017-1.pdf>

<http://it.reuters.com/article/bondsNews/idITL8N14H1D220151228>

<http://www.aifi.it>

<http://www.borsaitaliana.it>

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Net%20Asset%20Value>

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Management%20Fee>

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/view.bit?lang=it&target=DocViewerDownload&filename=db%2Fpdf%2Fnew%2F15723.pdf>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/turnaround-215.htm> .

<http://www.confidustria.ge.it>

http://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/documenti/Patti_parasociali/revocate/nuova_sirti.htm?hkeywords=&docid=3&page=0&hits=13&nav=false

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-vigilanza-su-intermediari-finanziari> .

http://www.corrierecomunicazioni.it/tlc/42899_pillarstone-completa-l-acquisizione-di-sirti-robotto-pisa-il-nuovo-ceo.htm

<http://www.dirittobancario.it>

http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/Materiale_Giugno_20022926896.pdf

<http://www.envent.eu/download/ffa3a8dc7af6082d0554af7cbdb866b0.aspx>

http://www.fcpartners.eu/PRIVATE_EQUITY.pdf

<http://www.giuffre.it>

<http://www.ilcaso.it/articoli/847.pdf>

<http://www.ilcaso.it/opinioni/a306.php>

<http://www.ildirittodegliaffari.it>

<http://www.ilgiornale.it/news/economia/sirti-verso-rilancio-primosemestre-pareggio-sei-anni-1158697.html>

<http://www.ilsole24ore.com>

<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-08-10/pillarstone-conquista-100percento-sirti-063724.shtml?uuid=ADRqZC4>

<http://www.ilsole24ore.com/art/management/2017-03-30/organizzazione-come-sinonimo-innovazione-caso-sirti-122606.shtml?uuid=AEVOXLw>

<http://www.ilsole24ore.com/art/management/2017-06-08/in-sirti-crescono-gandini-finance-e-perrone-hr-094007.shtml?uuid=AE9tVmaB>

<http://www.liuc.it>

<http://www.polaris.unioncamere.it/upload/99/99ec070b1522c8708cfd813270495356/303b042c815ea352ae75290d7f4d04e7.pdf>

http://www.privateequitymonitor.it/attach/rapporto_pem_2016_download.pdf

<http://www.sanpaoloimprese.it>

<http://www.sirti.it/>

<http://www.sirti.it/nuove-nomine-ai-vertici-hro-finance-di-sirti/>

<http://www.sirti.it/sirti-annuncia-il-nuovo-ceo/>

<http://www.sirti.it/sirti-annuncia-lacquisizione-di-foi-vitali-elettrodotti-s-p/>

<http://www.sirti.it/sirti-prosegue-con-successo-il-percorso-di-rilancio-nel-primo-semestre-ordini-e-ricavi-in-crescita/>

<http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/impresa/impresedi-difficolta/verbali/2034808-verbale-di-riunione-sirti>

<http://www.wikipedia.it>

<https://bebeez.it/2015/07/13/due-corsa-per-ricapitalizzare-sirti/>

<https://bebeez.it/2016/02/24/sirti-vicino-il-closing-con-pillarstone-nuovo-equity-arrivo-per-25-mln/>

<https://www.bancaditalia.it/>

<https://www.borsaitaliana.it/>

<https://www.consob.it/>

<https://www.datocms-assets.com/45/1460121118-Importanza.pdf?ixlib=rb-1.1.0>

https://www.datocms-assets.com/45/1495015933-mercatoitaliano2016_low-def-pdf?ixlib=rb-1.1.0

<https://www.fondazioneisec.it/>

<https://www.fondazioneisec.it/>

<https://www.zeusnews.it/n.php?c=17046>