

Dipartimento
di Economia e Finanza

Cattedra Finanza Aziendale Avanzato

Le operazioni di *turnaround* tramite *debt-for-equity swap*: il caso Retelit.

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof.ssa Luana Zaccaria

CORRELATORE

Emanuele Maugeri Matr. 702891

CANDIDATO

Sommario

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO I	8
LA GESTIONE ANTICIPATA DELLA CRISI DI IMPRESA ED IL PROCESSO DI TURNAROUND .	8
1.1. Il mondo che cambia: la trasformazione digitale e la globalizzazione	8
1.2 La crisi d'impresa e le sue cause	9
1.3 Gli stadi della crisi d'impresa	14
1.4 Evoluzione del sistema normativo: Il nuovo codice della crisi di impresa e la gestione anticipata della crisi.....	15
1.5 L'adeguato assetto organizzativo	19
1.6 Gli indicatori della crisi	21
1.7 La valutazione dell'equilibrio economico-finanziario.....	22
1.8 La continuità aziendale	24
1.9 Il piano di risanamento e gli accordi stragiudiziali.....	25
1.10 Il quadro normativo a favore del risanamento e della continuità aziendale	26
1.10 La strategia di risanamento	27
1.11 Le soluzioni stragiudiziali.....	29
1.11.1 L'accordo di standstill	30
1.11.2 Il <i>rescheduling</i> dei finanziamenti a medio lungo termine	30
1.11.3 Nuovi finanziamenti	31
1.11.4 Ricerca di nuovi partner.....	31
1.11.5 Conversione dei debiti in azioni	31
1.12 Alcune considerazioni sulle soluzioni stragiudiziali (<i>workout</i>).....	32
1.13 La procedura di realizzazione di un <i>workout</i>	33
CAPITOLO II.....	35
IL DEBT-FOR-EQUITY SWAP.....	35
2.1 Aspetti generali.....	35
2.2 Aspetti tecnici	38
2.2.1 La valutazione <i>entity</i>	38
2.2.2 Gli strumenti di <i>equity</i> cui fare ricorso	39
2.2.2.1 Le azioni ordinarie	40
2.2.2.2 Le azioni privilegiate	41
2.2.2.3 Le azioni di risparmio	43
2.2.2.4 Le obbligazioni convertibili.....	43
2.2.2.5 I <i>warrant</i>	44
2.2.2.5.1 Azioni con opzione <i>put</i>	44
2.2.2.5.2 Azioni convertibili.....	45
2.2.3 La distribuzione del valore e la composizione dell'offerta di scambio	45
2.2.3.1 Azioni ordinarie	46

2.2.3.2 Azioni privilegiate	47
2.2.3.3 Azioni privilegiate convertibili	47
2.2.3.4 Azioni ordinarie più <i>warrant</i> per gli azionisti preesistenti	48
2.2.4 Lo <i>swap ratio</i>	50
2.2.5 La proporzione di capitale per i creditori	51
2.2.6 Il caso base	53
2.2.7 Il caso con nuova finanza	53
2.2.8 Il caso con <i>newco</i> ed insolvenza	54
2.3 Il <i>debt-for-equity</i> swap come strumento di finanza straordinaria	55
2.3.1 I fondi avvoltoio	55
2.3.2 La forza contrattuale dei fondi avvoltoio	57
2.3.3 La strategia <i>loan-to-own</i>	58
2.4 Casi di turnaround: il settore del trasporto marittimo	61
2.4.1 Peculiarità del settore trasporti via mare	61
2.4.2 I casi di ristrutturazioni finanziarie con <i>debt-for-equity swap</i> nel settore dello <i>shipping</i>	63
2.4.2.1 Il caso Pillarstone Italy e Premuda	64
2.4.2.2 Il caso Dea Capital Alternative Funds	65
2.4.3. Conclusioni in merito ai casi di <i>turnaround</i> del settore marittimo	66
CAPITOLO III	67
IL CASO RETELIT	67
3.1 L'azienda	67
3.1.1 Struttura societaria	69
3.1.2 Struttura organizzativa	69
3.1.3 I servizi	70
3.1.3.1 Servizi di telecomunicazione	70
3.1.3.2 Servizi di <i>Data Center</i> e <i>Cloud</i>	71
3.1.3.3 Servizi di sicurezza informatica	72
3.1.3.4 Servizi di infrastruttura	73
3.2 Il settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione	74
3.2.1 Il Piano Nazionale Impresa 4.0 e il Piano Strategico Banda Ultra-Larga	77
3.3 Principali performance finanziarie della società	79
3.3.1 I primi nove mesi del 2019	79
3.3.1.1 Conto economico	80
3.3.1.2 Stato patrimoniale	81
3.3.1.3 Gli anni recenti	82
3.4 La ristrutturazione e il Turnaround	84
3.4.1 La storia	84
3.4.2 Gli accordi per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del debito	86
3.4.3 La composizione debitoria del Gruppo ePlanet	88

3.4.4 Il Piano di ristrutturazione del debito	89
3.4.5 L'evoluzione della gestione allora prevista	90
3.4.6 L'evoluzione della gestione realmente verificata	91
3.4.7 Alcune considerazioni sulla ristrutturazione e il <i>turnaround</i>	95
3.4.8 L' integrazione verticale tra aziende.....	98
3.5 Il futuro di Retelit	100
3.5.1 Le recenti acquisizioni.....	103
CONCLUSIONI	106
BIBLIOGRAFIA	112
SITOGRAFIA.....	115
SINTESI	117

INTRODUZIONE

La finalità di questa analisi è quella di approfondire, nell'ampia area delle ristrutturazioni finanziarie, uno strumento di risanamento poco conosciuto o talvolta sottovalutato, ma dai risvolti sorprendenti, che ha caratterizzato lo scenario nazionale ed internazionale dei *turnaround* aziendali in tutti i periodi connotati da crisi finanziarie generalizzate, globali e non: la conversione del debito in capitale (*debt-for-equity swap*) da parte dei creditori nei confronti dell'impresa debitrice e in crisi. Si tratta di uno strumento, infatti, dalla diffusione e dalle opportunità anticicliche rispetto al resto dell'economia, che possiede le proprie radici nell'esperienza statunitense, nel celeberrimo *Chapter Eleven* del *Bankruptcy Code*, l'equivalente della Legge Fallimentare italiana, che per primo, ispirando e influenzando tutta la normativa internazionale inerente successiva (compresa ovviamente quella attuale nazionale), ha previsto una procedura prevalentemente negoziale, finalizzata non solo alla soddisfazione dei creditori, ma anche al risanamento dell'impresa e alla continuità aziendale. L'elaborato si propone di analizzarla nell'ottica del *turnaround*, cercando di intravederne e sottolinearne non solo le naturali ripercussioni finanziarie, ma anche e soprattutto quelle economiche, nel tentativo di inquadrare l'oggetto di studio, oltre che tra le soluzioni di tipo finanziario, anche come ponte tra queste e il resto delle strategie portate in avanti dall'azienda nell'intento di risollevarsi, rappresentando uno dei tasselli a cavallo fra piano finanziario e industriale. A sostegno di tale proposta di lavoro c'è la disamina di un settore specifico in cui questo strumento ha recentemente trovato largo uso in Italia, e dove forse ha espresso i suoi aspetti più negativi nei confronti degli imprenditori in crisi, quello marittimo dello *shipping* (con le ristrutturazioni portate avanti da Pillarstone e Dea Capital), e, infine, con la presentazione del caso di un'impresa *top* nel panorama digitale italiano e *player* non indifferente nella sua "trasformazione digitale" divenuta ormai una questione divenuta protagonista dell'economia nazionale: Retelit S.p.A. Una società, quotata nel segmento STAR della Borsa di Milano, che racconta una vicenda di *turnaround* lunga ed anche a tratti burrascosa, ma di brillante successo e che nella sua lunga storia, antecedente alla realizzazione del suo primo utile (a più di quindici anni dalla sua nascita), ha visto il realizzarsi proprio di un'operazione di scambio di debito in azioni da Sirti S.p.A. suo principale fornitore.

Operazione che ha dato il via a vicissitudini tortuose e avverse di *governance* societaria, ma che potrebbe aver fornito anche, in qualche modo, una scintilla sufficiente ad accendere il "combustibile" fornito da un *management* vincente e da una tecnologia finalmente fruttuosa.

Oggetto dello studio, poi, è la realizzazione in via stragiudiziale del suddetto scambio (nella prassi e nella letteratura internazionale conosciuta con il termine di *workout*), a causa sia della

natura medesima dell'operazione portata avanti da Retelit, avvenuta puramente in maniera negoziale con i creditori, sia dei vantaggi di una manovra di questo tipo, particolarmente veloce e avulsa dagli oneri tipici di un procedura, invece, giudiziale, nonché maggiormente compatibile con i processi di profonda ristrutturazione del modello di *business* e dell'assetto strutturale e organizzativo aziendale.

La tesi parte da una breve disamina delle operazioni di ristrutturazione finanziaria, del quadro normativo a riguardo e degli altri mezzi a disposizione della ristrutturazione del debito. Il primo capitolo, infatti, ha proprio lo scopo di fornire i concetti fondamentali per la comprensione della crisi d'impresa, del suo monitoraggio e, soprattutto, della sua diagnosi precoce, presupposto indiscutibile per l'esecuzione di una conversione del debito in capitale prima che l'impresa stessa risulti insolvente. Successivamente, il primo capitolo, procede con la descrizione della natura e delle dinamiche d'esecuzione di un *turnaround* aziendale e si conclude con un breve commento sulle procedure di realizzazione di quest'ultimo e sui vantaggi degli accordi privatistici tra gli *stakholder*.

Il capitolo secondo è interamente incentrato, invece, sul vaglio dello strumento, sulla sua identità e sulle sue modalità di esecuzione, per poi passare all'esame dello stesso come strumento di operazioni di finanza straordinaria (per mano soprattutto dei cosiddetti *vulture funds*) e concludersi con l'osservazione delle operazioni di *debt-for-equity swap* avvenute nel settore dello *shipping* italiano.

Il terzo ed ultimo capitolo è incentrato, invero, sul caso Retelit, passando dapprima per uno studio del successo crescente della digitalizzazione delle imprese e del settore dell'*Information Technology* e delle telecomunicazioni, per, infine, concludersi con l'indagine della ristrutturazione del debito adoperata da questa e le relative considerazioni a riguardo, lasciando spazio, in estrema analisi, alle recenti operazioni di sviluppo per vie esterne e sulle dinamiche di futuro successo della società.

A termine dell'elaborato vi è poi la sintesi finale delle considerazioni riguardanti il *debt-for-equity swap*, con la finalità, non sicuramente di darne un giudizio, a causa ovviamente delle contingenze e delle specificità relative ai casi analizzati, ma con l'intenzione di schiuderne gli aspetti a prima vista meno evidenti e le caratteristiche più significative e degne di ulteriori riflessioni ottenute grazie proprio all'analisi di tali specificità.

CAPITOLO I

LA GESTIONE ANTICIPATA DELLA CRISI DI IMPRESA ED IL PROCESSO DI TURNAROUND

Sommario: 1.1 Il mondo che cambia: la trasformazione digitale e la globalizzazione. – 1.2. La crisi di impresa e le sue cause. – 1.3. Gli stadi della crisi di impresa. – 1.4. Evoluzione del sistema normativo: Il nuovo codice della crisi di impresa e la gestione anticipata della crisi. – 1.5. Il piano di risanamento e gli accordi stragiudiziali. – 1.6 Gli indicatori della crisi. – 1.7 La valutazione dell’equilibrio economico-finanziario. – 1.8 Il piano di risanamento e gli accordi stragiudiziali. – 1.9 Il quadro normativo a favore del risanamento e della continuità aziendale. – 1.10 La strategia di risanamento. – 1.11 Le soluzioni stragiudiziali. – 1.11.1 L’accordo di *standstill*. – 1.11.2 Il *rescheduling* dei finanziamenti a medio lungo termine. – 1.11.3 Nuovi finanziamenti. – 1.11.4 Ricerca di nuovi Partner. – 1.11.5 Conversione del debito in azioni. – 1.12 Alcune considerazioni sulle soluzioni stragiudiziali (*workout*). – 1.13 Le procedure di realizzazione di un *workout*.

1.1 Il mondo che cambia: la trasformazione digitale e la globalizzazione.

Gli ultimi decenni sono stati caratterizzati da grandi trasformazioni che hanno interessato i sistemi economici, provocato cambiamenti dei processi produttivi e distributivi, modificato le abitudini e i gusti dei consumatori. A ciò si aggiunge il ben noto processo di globalizzazione che ha investito i mercati produttivi e finanziari.

Un esempio utile, peraltro calzante per la nostra analisi, è la trasformazione digitale e le sfide che essa impone che stanno progressivamente coinvolgendo tutte le industrie a livello globale, alimentate prima di tutto dalla crescente accessibilità alla rete e dalla disponibilità di strumenti mobili.¹

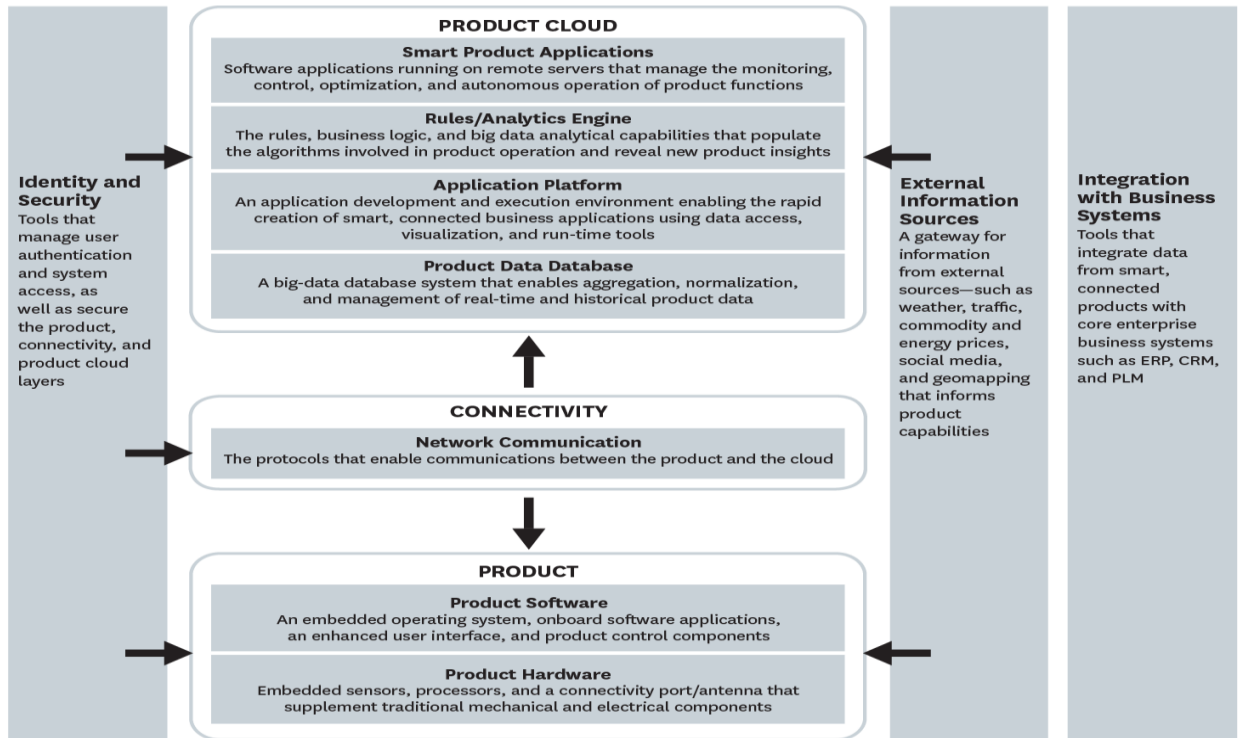
Le aziende, continuando nell’esempio, richiedono una massa sempre più crescente di dati, necessari per la costante ricerca di algoritmi di supporto alle scelte strategiche e di mercato, in relazione alla complessità e variabilità dei gusti dei consumatori sopra accennati².

La mole di informazioni e di dati che si rende disponibile nonché il *crowdfunding* e il *cloud computing* sono alcuni degli effetti che contribuiscono alla creazione di nuovi sistemi di cooperazione e di innovazione tra le imprese.

¹ Peruffo. E. “Le strategie di turnaround nell’era digitale: modelli di analisi e sviluppo” McGraw-Hill Education, 2017

² Questo scenario è tratto da “*I trend tecnologici*” nell’ambito del “Report Annuale 2017” pubblicato da Retelit

Sono senza dubbio situazioni virtuose che portano ragionevolmente ad una crescita esponenziale del sistema economico, ma richiedono l'adozione di catene del valore digitali e soprattutto nuovi modelli di business. E' l'inizio, senza dubbio, della rivoluzione industriale del ventunesimo secolo. Lo schema sotto riportato identifica la complessità dei nuovi sistemi che hanno una diversa architettura rispetto al passato, identificati all'interno di un nuovo *stack* tecnologico³.



Fonte: Porter M.E., and Heppelmann J.E., *How Smart, Connected Products Are Transforming Competition*, Harvard Business Review, Novembre 2014.

Le conseguenze di questo fenomeno come si può intuire sono estremamente pervasive impattando in modo netto e sostanziale le scelte strategiche dell'impresa.

1.2 La crisi d'impresa e le sue cause.

Questa brevissima panoramica sugli effetti della trasformazione digitale ci permette di avere lo spunto per parlare in generale della crisi di impresa. Abbiamo compreso, parlando ad esempio della digitalizzazione, come il cambiamento di strategia, in un'impresa, non è sempre facile e si possono quindi creare squilibri all'interno di essa che deve adeguarsi anche a cambiamenti epocali.

³Porter M.E., and Heppelmann J.E., *How Smart, Connected Products Are Transforming Competition*, Harvard Business Review, Novembre 2014.

Contribuiscono alle difficoltà dei cambiamenti dei sistemi economici, i periodi di perdurante stagnazione dell'economia in generale, che hanno caratterizzato gli ultimi anni, non solo in Italia ma, anche a causa della globalizzazione, nel resto del mondo.

Al peggioramento delle condizioni ambientali si associa, purtroppo, molte volte, un'incapacità dell'impresa a sopravvivere.

Da fenomeni episodici e occasionali legati talvolta a comportamenti delittuosi degli imprenditori, le crisi d'impresa, a partire dagli anni '70 appaiono come una componente del sistema industriale delle quali bisogna tener conto come di un dato permanente, costituendo un fenomeno diffuso, collegato al dinamismo e all'instabilità dell'ambiente⁴.

Per dare un'adeguata definizione di "crisi d'impresa" dobbiamo però partire dallo scopo dell'esistenza del soggetto economico, per poter affermare che il suo stato patologico nasce proprio dall'incapacità dell'impresa stessa di generare valore partendo dal capitale di cui essa dispone.

L'incapacità si concretizza in una perdita di valore degli asset aziendali, in un perdurante stato di crisi finanziaria alimentato dalla perdita di fiducia degli *stakeholder* e da un crescente stato di insolvenza⁵.

Questa situazione si concretizza nell'incapacità continuativa e non occasionale dell'impresa di generare un adeguato flusso di cassa operativo⁶.

Non a caso, quando si vuole rappresentare lo stato di salute di un'impresa, tra gli altri indicatori, si usa focalizzare maggiormente l'attenzione sulla sua capacità di generare cassa.

Ciò nonostante è sempre molto difficile individuare il perimetro di una crisi a causa dell'estrema eterogeneità dei fattori che la alimentano.

In una situazione di mercato molto competitivo, la crisi può affondare le proprie radici nell'inefficienza dell'impresa: il suo operare con un rapporto costi/ricavi inferiore ad esempio a quello dei *competitors*⁷.

Questa inefficienza può investire varie funzioni da quella di produzione a quella amministrativa. Ci possono essere ad esempio eccessi di capacità produttiva non accompagnati da una rapida riduzione dei costi fissi.

⁴ Guatri L., "Crisi e risanamento delle imprese" Giuffrè, Milano 1986

⁵ Bernrdi D., Talone M. (a cura di), "Sistemi di allerta interna. Il monitoraggio continuativo del presupposto di continuità aziendale e la segnalazione tempestiva dello stato di crisi da parte degli organi di vigilanza e controllo societario. Guida in materia di sistemi di allerta preventiva", n.71, I Quaderni, SAF, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, Milano, 2017.

⁶ Ibid.

⁷ Brodi E., "Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente sistema di allerta e composizione", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers, 2018.

Altro caso inoltre è quello in cui l'impresa opera in un settore di mercato saturo che fa perdere quota di mercato e conseguentemente una riduzione dei ricavi di vendita. Ci possono essere difficoltà originate dall'incapacità dell'impresa di gestire il cambiamento con carenze di pianificazione strategica peraltro fatali nel medio/lungo termine. Abbiamo di conseguenza le crisi "classiche" determinate da squilibri finanziari riconducibili ad un alto indebitamento o a una sproporzione fra debiti a breve e mezzi liquidi. Anche le cosiddette "crisi di crescita" rientrano in questa categoria, quando ad un incremento repentino della produzione non si risponde con un'adeguata capacità di autofinanziamento.

La ricerca impellente di mezzi finanziari per governare una crescita fa addirittura perdere di vista gli aspetti strategici del *business*, la necessità di un adeguato processo di pianificazione.

Muovendo da questo tentativo di individuare potenziali cause di crisi si può tentare di ricondurle a specifiche aree. In tale modo possiamo avere cause legate:

- a) alla concorrenza, al settore in cui si opera e all'ambiente esterno o, volendo estremizzare ulteriormente, a fattori macro-economici del Paese;
- b) al *management* della società;
- c) all'organizzazione interna⁸

Ci troviamo, in sostanza, di fronte a cause di origine aziendale e a cause di origine ambientale, dove, quest'ultime possono essere legate al settore in cui opera l'azienda o al contesto economico e sociale nella quale essa svolge la sua attività.

Si può parlare più semplicemente di cause interne o esterne al sistema aziendale⁹. Con le prime si intendono quelle riferite a investimenti sbagliati, impianti di produzione non competitivi, scarsa conoscenza dei mercati, scarso coordinamento delle risorse produttive, squilibri finanziari, conflittualità fra i soci ecc. Le cause esterne possono ad esempio riferirsi a variazioni significative e a cambiamenti della domanda, introduzione di norme restrittive alla mobilità di merci o capitali, cambiamenti negativi degli scenari politici ecc.

Ad una ripartizione così netta delle cause delle crisi di impresa potrebbe derivare addirittura, nel caso di fattori esterni esogeni, un'apparente minore responsabilità del management. In realtà l'incapacità di esso è proprio quella di non avere bene interpretato le situazioni esogene ed essersi rapidamente adeguato¹⁰.

Possiamo quindi limitarci ad identificare come cause esterne solo quelle perturbazioni alle quali il soggetto economico non riesce a fare fronte a causa del loro improvviso accadimento.

⁸ Ripartizione espressa da Slatter (1984)

⁹ Capasso A., "Crisi e risanamento delle aziende" corso Finanza Aziendale Avanzato, Lezione n° 6, LUISS, 2019

¹⁰ Capasso A., "Crisi e risanamento delle aziende" corso Finanza Aziendale Avanzato, Lezione n°6, LUISS, 2019

In contrapposizione ad esse abbiamo invece le ipotesi di incapacità della combinazione produttiva a rispondere alle sollecitazioni esterne a causa appunto di inefficienze interne¹¹.

Partendo da questi presupposti più pragmatici, possiamo quindi distinguere diversi fattori che possono essere all'origine di una crisi di impresa. Essi possono avere origine anche da situazioni ambientali esterne, ma che non esonerano il *management* dalle sue responsabilità, non avendo trovato una risposta gestionale adeguata.

Possiamo, cioè, avere:

- a) Cambiamenti nel settore. Possono ricadere all'interno di essi fenomeni di varia natura come il cambiamento di tendenze e comportamenti dei consumatori o la presenza di *competitors* in grado di promuovere strategie di prezzo più competitive. Nei cambiamenti di settore possiamo anche comprendere mutamenti importanti nei mercati di sbocco o più specificatamente nei canali di distribuzione; basti pensare alla rivoluzione nel *retail* con lo sviluppo della grande distribuzione organizzata. Anche le aggregazioni fra imprese hanno rappresentato per alcuni settori un cambiamento rivoluzionario, fra tutti quello bancario con le fusioni a catena di molti istituti di credito. Negli ambiti produttivi ad asset *intensive* ci sono stati grossi mutamenti che hanno condizionato l'esistenza delle imprese operanti in un determinato momento. In questi casi il *management* dovrebbe sapientemente gestire il drenaggio delle risorse finanziarie che inevitabilmente i maggiori investimenti assorbono. Non ultima, come variabile appartenente ai cambiamenti di settore, possiamo considerare, seppur con un forte connotato esogeno, la modifica di norme che regolamentano un settore specifico. Esse potrebbero imporre limitazioni alle attività dell'impresa la quale, se non cerca di modificare il proprio assetto organizzativo, potrebbe trovarsi in forti difficoltà operative.
- b) Cambiamenti nel modello di business. Esso è il modo con cui l'impresa gestisce la sua attività facendo leva sui suoi punti forza per operare in efficienza ed efficacia. Questo modello, però, può non andare sempre bene in quanto possono intervenire mutamenti del contesto a fronte dei quali non si riesce a disegnare un nuovo modello di *business*. Fra i fattori più frequenti abbiamo la modifica del ciclo di approvvigionamento (basti pensare all'importanza nel settore manifatturiero della delocalizzazione verso il *Far East* di stabilimenti produttivi) oppure quella dei mercati di vendita dove possono essere interessate aree con nuovi clienti che in precedenza non erano mai state prese in considerazione (ad esempio clienti russi e cinesi nel settore dei *luxury goods*). Anche l'incapacità di fare sistema in un contesto economico territoriale può rappresentare una causa di crisi dell'impresa troppo chiusa all'interno dei suoi confini. Potremmo definire questo fattore un

¹¹ Fazzini M., Abriani N. "Turnaround Management", IPSOA, luglio 2011. Pag. 39-49

indebolimento del sistema relazionale dell'impresa in questione. Infine, un fattore di potenziale crisi potrebbe essere quello di dipendere notevolmente da uno o pochi clienti, in pratica un'eccessiva dipendenza da terzi; in controtendenza, cioè, ad una diversificazione della clientela che limiterebbe il rischio di condizionare il proprio modello di *business* alle "fortune" e agli "umori" del terzo.

- c) Sopravvenuta inadeguatezza del soggetto imprenditoriale. Ci troviamo di fronte ad una di quelle situazioni tipiche in cui la crisi è da attribuire all'inadeguatezza del *management* nel superare, nozioni, modelli di comportamento perpetrati nel tempo e, magari, anche vincenti, male interpretando le dinamiche aziendali. Le modifiche e le variabili di settore sono talmente rapide che l'imprenditore è incapace di fornire risposte tempestive con nuovi modelli di *business*. Questa situazione può anche generarsi nell'ambito di un passaggio generazionale dove il desiderio scontato di innovazione che il giovane *management* (chiaramente nell'ambito di imprese a conduzione familiare) è portato a proporre, non viene affiancato da giuste dosi di continuità che quello specifico settore richiede. Infine, possiamo considerare anche i casi in cui il soggetto economico di riferimento di un'impresa, con un'ampia base dei soci, non sia grado di "collettare" le varie esigenze di esse oppure a dirimere eventuali contenziosi che possono sorgere nelle scelte aziendali.
- d) Inefficienza della gestione. Possiamo sintetizzare questo fenomeno nell'incapacità di coordinare i diversi fattori produttivi, appesantendo così la catena dei costi e riducendo i margini operativi. E' un chiaro fenomeno di inefficienza che si traduce poi in maggiore difficoltà nel sostenere adeguate politiche di *pricing* con riduzione dei volumi di vendita e, conseguentemente, dei flussi di cassa operativi.
- e) Crisi della struttura. E' una causa connessa proprio alla struttura aziendale, ad una presenza ad esempio di sovraccapacità o rigidità strutturali. La giusta dimensione aziendale non è un target facilmente raggiungibile e nella sua patologia può portare a inelasticità e incapacità dell'impresa a fronteggiare il cambiamento. Questi fenomeni negativi si sintetizzano poi in difficoltà ad esternalizzare alcune funzioni di scarso valore aggiunto, oppure a investimenti che diano adeguati ritorni o infine valori di magazzino crescenti per prodotti non venduti perché eccessivamente prodotti.
- f) Crisi del prodotto. E' una situazione classica, legata alla vita del prodotto, che innesca una spirale negativa di notevole portata. Il *management* deve individuare la maturità fisiologica dei prodotti e cercare strategie di diversificazione con investimenti nella ricerca per assicurare un *turnover* dei prodotti.

Con questa distinzione delle varie cause di crisi di un'impresa ci siamo distaccati da una semplificazione di cause esterne ed interne ad essa, per focalizzare l'attenzione sulla

responsabilità del soggetto economico che, a parte le perturbazioni esterne eccessivamente invasive e immodificabili, dovrebbe necessariamente fronteggiare i fattori esogeni con una capacità di adattamento e mutamento nel modello di *business*, soprattutto, per evitare una crisi talvolta dirimpente.

Nel voler entrare subito nel merito che quest'analisi si propone di fare, possiamo già anticipare che nel caso Retelit, abbiamo riscontrato vicende complesse che hanno costituito la storia di questa società e posto le basi per il modello vincente di *turnaround* che ha poi saputo adottare. Scopriremo più in dettaglio questi aspetti nel prosieguo della nostra analisi.

1.3 Gli stadi della crisi d'impresa.

Prima di affrontare l'intervento normativo attuato nell'ambito dell'ordinamento giuridico italiano, è opportuno soffermarsi sui possibili stadi di una crisi di impresa, per meglio comprendere le ragioni della recente riforma della legge fallimentare.

In questo caso la dottrina offre diversi modelli che possono configurare il percorso evolutivo della crisi. In sintesi possiamo individuare 3 fasi¹²:

- Crisi potenziale;
- Crisi governabile o reversibile;
- Crisi irreversibile

A questo modello se ne può associare uno più analitico¹³:

- 1) Stadio dell'incubazione, nel quale cominciano ad affiorare i primi fenomeni di inefficienza;
- 2) Stadio della maturazione della crisi, nel quale iniziano ad essere intaccate le risorse aziendali quali la cassa ed il patrimonio con un contestuale aumento dell'indebitamento;
- 3) Stadio della crisi conclamata ma ancora reversibile, nel quale vengono intaccati gli equilibri di natura finanziaria e di conseguenza iniziano ad esserci ripercussioni nella fiducia delle diverse categorie degli *stakeholder*;
- 4) Stadio di insolvenza reversibile, nella quale permane ancora il presupposto della continuità aziendale, rilevabile però solo con un maggior accesso alle informazioni disponibili alla sola impresa o agli organi di vigilanza;
- 5) Stadio dell'insolvenza conclamata irreversibile a cui si giunge a seguito di una mancanza di manovre di risanamento attuate nelle precedenti fasi. Esso consiste nell'insolvenza e nella condizione di dissesto ormai manifesta a terzi.

¹² Butignon F., "Il governo delle imprese in crisi", in Rivista dei dottori commercialisti, 2008.

¹³ Unione Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Salerno., "Gli indicatori di allerta: osservazioni e criticità", Commissione di studio "Procedure concorsuali e giudiziarie", Maggio 2019.

In termini pratici e partendo dall'indicatore dei flussi di cassa possiamo affermare che nello schema sopra esposto, ad una crisi potenziale si associa in quest'analisi una prospettiva negativa di essi. Se tale situazione corrisponde anche un elevato livello di debito si può arrivare velocemente al punto critico della crisi.

E' in questo contesto che devono attuarsi le azioni correttive dei vertici aziendali, identificando le cause del declino dei flussi monetari, intervenendo sulla struttura finanziaria acquisendo nuovi mezzi e ristrutturando il debito esistente.

La crisi però non si manifesta improvvisamente ed è unanimemente riconosciuto come la tempestività nella rilevazione dello stato di crisi sia uno dei principali presupposti per il successo del risanamento o ristrutturazione e che vedremo verrà recepito dalla nuova riforma delle crisi d'impresa.

Innanzitutto, essa si è distaccata dal paradigma del concetto di "stato di insolvenza" che la legge fallimentare del 1942 individuava come unico fattore di riconoscimento della situazione di crisi. Si deve essere in grado attraverso idonei strumenti di allerta ad intercettare la crisi di impresa prima dell'emersione dello stato di insolvenza.¹⁴

Il capitolo che segue identifica il quadro normativo che permette il riconoscimento dello stato di crisi e come si dovrebbe giungere organizzativamente, nonché gli indicatori di allerta verso i quali confrontarsi

1.4 Evoluzione del sistema normativo: Il nuovo codice della crisi di impresa e la gestione anticipata della crisi.

Con l'imminente entrata a regime delle disposizioni del Codice della crisi d'impresa, anticipata dall'introduzione di nuove disposizioni del diritto societario¹⁵, tutte le imprese devono modificare il loro approccio alla gestione dei rischi aziendali e prestare attenzione alla fisiologica esistenza di sintomi della crisi.

Con l'introduzione del nuovo Codice, nel nostro sistema economico sono state introdotte disposizioni che impongono un significativo diverso e un nuovo approccio (delle imprese e degli imprenditori) ai rischi aziendali e alla tutela della continuità del *business*¹⁶.

¹⁴ Cfr., Ranalli R. "Le tecniche per gestire in anticipo le crisi", in Rivista Trimestrale "Questione giustizia", Fascicolo 2/2019

¹⁵ L'entrata in vigore del codice si perfezionerà entro il 15 agosto 2020.

¹⁶ Pollio M. "Codice della crisi d'impresa: un errore circoscriverlo alla fase patologica" IPSOA 2019

Tale nuovo codice (di seguito, anche, CCII) costituisce l'approdo di un lungo iter ri-formatore della legge fallimentare, il cui inizio può farsi risalire ai primi interventi del 2005 e 2006 e che si è concluso con i lavori della c.d. "Commissione Rordorf"¹⁷.

È vero che molte disposizioni contenute nel Codice della crisi rappresentano una conferma di principi già acquisiti dal nostro ordinamento e introdotti dalle precedenti riforme, ciò nonostante il Codice della crisi apporta novità che stravolgono il modo di fare impresa.

Il tema della prevenzione e gestione della crisi d'impresa è stato, infatti, ultimamente, oggetto di un pervasivo intervento normativo. Come sopra evidenziato, il sistema del 1942 aveva come pietra fondamentale dell'impianto normativo lo stato di insolvenza. Un dissesto insanabile da gestire nell'ambito del fallimento con l'obiettivo di soddisfare le pretese creditorie, facendo un uso indiscriminato di azioni revocatorie. Già a partire con la mini-riforma, attuata nel 2005, si realizza però un cambiamento di prospettiva avendo anche come riferimento l'esperienza degli Stati Uniti molto più efficiente in termini di disciplina concorsuale (con il famoso *Chapter eleven*). L'elemento essenziale della riforma del 2005 è stato il riconoscimento dell'importanza dell'agire tempestivo, sebbene ancora in maniera sfumata, e la promozione di strumenti atti a favorirlo come i piani attestati di risanamento e gli accordi di ristrutturazione¹⁸. Anche la rivisitazione del concordato preventivo è stato oggetto della riforma attraverso il possibile utilizzo da realizzare già in uno stato di crisi anziché in quello dell'insolvenza manifestata alla quale era subordinato¹⁹.

Tuttavia, un'indagine condotta, per i gruppi bancari, dalla Banca d'Italia dopo 10 anni dall'applicazione di tale riforma rileva come a 4 anni dall'avvio di procedure di recupero solo il 15% delle posizioni aperte hanno recuperato l'equilibrio finanziario, mentre il famigerato *Chapter 11* ha portato, nello stesso periodo, un numero significativo di imprese (oltre il 50%) a recuperare il pieno equilibrio economico finanziario²⁰.

¹⁷ Cfr. Felici G e Villani F "Codice della crisi e dell'insolvenza, con la riforma del fallimento le nuove procedure di sovraindebitamento" in *Mediazione e Codice della crisi*

¹⁸ Cfr. Brodi E., "*Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente sistema di allerta e composizione*", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers*, 2018.

¹⁹ Cfr., D.L. 22 giugno 2012, n. 83 conv. con l. 7 agosto 2012, n.134.

²⁰ Diversi articoli di Ivashina V. su *Chapter 11 effect*

Esiti delle procedure di ristrutturazione (1)

(valori percentuali)

Procedura	Stato posizione debitoria	Dopo 1 anno	Dopo 2 anni	Dopo 3 anni	Dopo 4 anni
(a) Concordati preventivi (2)	equilibrio finanziario	1,1	1,0	3,7	n.d.
	medesima procedura	83,5	76,6	55,1	n.d.
	altra procedura ristrutturazione	0,7	1,0	0,4	n.d.
	liquidazione/fallimento	14,7	21,4	40,7	n.d.
	estinzione/incorporazione	0,0	0,0	0,0	n.d.
	Totale		100	100	100
(b) Accordi di ristrutturazione	equilibrio finanziario	4,1	3,6	5,7	5,4
	medesima procedura	85,5	80,9	62,5	49,0
	altra procedura ristrutturazione	6,2	6,1	16,1	2,8
	liquidazione/fallimento	4,2	8,6	15,0	40,9
	estinzione/incorporazione	0,0	0,7	0,8	1,8
	Totale		100	100	100
(c) Piani di risanamento	equilibrio finanziario	5,8	7,2	7,0	10,6
	medesima procedura	79,1	67,0	59,5	39,1
	altra procedura ristrutturazione	14,0	17,4	22,6	35,5
	liquidazione/fallimento	0,2	6,6	7,5	10,0
	estinzione/incorporazione	1,0	1,8	3,4	4,8
	Totale		100	100	100
(d) Accordi stragiudiziali	equilibrio finanziario	7,2	7,9	8,6	12,6
	medesima procedura	82,9	72,4	56,9	10,1
	altra procedura ristrutturazione	1,3	4,0	11,2	40,2
	liquidazione/fallimento	6,1	12,9	20,2	30,7
	estinzione/incorporazione	2,4	2,8	3,1	6,4
	Totale		100	100	100
Totale	equilibrio finanziario	5,8	6,7	7,2	10,4
	medesima procedura	81,4	71,2	58,9	29,7
	altra procedura ristrutturazione	8,2	10,8	17,2	32,5
	liquidazione/fallimento	3,2	9,4	13,8	22,5
	estinzione/incorporazione	1,3	1,9	2,8	4,9
	Totale		100	100	100

(1) Le percentuali riportate fanno riferimento agli importi dei crediti coinvolti nelle procedure. – (2) Per la categoria dei concordati preventivi il campione, la colonna ‘dopo 4 anni’ non contiene un numero di risposte sufficiente a rappresentare significativamente il fenomeno.

L'interpretazione può essere duplice: da una parte evidenzia la complessità dei processi di riorganizzazione e dall'altra invece una tendenza a guadagnare tempo in attesa di situazioni migliori.

Tale riforma però ha accentuato il divario tra le disposizioni riformate e quelle rimaste invariate, che risentono ancora di un'impostazione nata in un contesto temporale e politico troppo lontano rispetto all'attuale.

Ci sono quindi stati altri interventi normativi di natura episodica ed emergenziale, che ha peraltro generato rilevanti difficoltà applicative e la formazione di indirizzi giurisprudenziali non consolidati, con un incremento delle controversie pendenti e il rallentamento notevole dei tempi di definizione delle procedure concorsuali.

Sono stati importanti, comunque, gli interventi attuati con il D.L. 83/2015 aggiornato con la legge di conversione 132/2015 e altre modifiche apportate con il D.Lgs n.180/2015.

Tutti gli studiosi e gli operatori del settore, hanno però, sentito l'esigenza di una riforma organica della materia che potesse ricondurre ad una maggiore coerenza l'intero sistema normativo, anche perché la Comunità Europea attraverso la raccomandazione n. 2014/135/UE della Commissione del 12 marzo 2014, ha posto il duplice obiettivo di garantire alle imprese sane in difficoltà finanziarie, l'accesso a un quadro nazionale in materia di insolvenza che permetta di ristrutturarsi in una fase precoce e di dare una seconda opportunità in tutta l'Unione agli imprenditori onesti che falliscono.

In tale ambito rileva anche la proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2016 in tema di quadri di ristrutturazione preventiva, seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti che prosegue sulla strada dell'intervento anticipato prima che l'impresa versi in gravi difficoltà e della ristrutturazione precoce per preservare le parti di attività economicamente sostenibili, ma anche della liquidazione dell'attivo se l'impresa non può essere salvata in altro modo.

Il decreto legislativo di attuazione della legge delega 19 ottobre 2017, n. 155, pubblicata sulla G.U. n. 254 del 30 ottobre 2017, è espressione dell'esigenza, oramai indifferibile, di operare in modo sistematico ed organico la riforma della materia dell'insolvenza e delle procedure concorsuali. Dobbiamo però giungere al 2017 con la legge delega per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza per arrivare all'introduzione di procedure di allerta e di composizione assistita della crisi²¹.

²¹ Cfr. l. 19 ottobre 2017 n.155 pubblicata presso la GU 30 ottobre 2017, n.254 il cui testo fa riferimento in larga parte al disegno di legge delega elaborato dalla commissione Rordorf costituita presso l'ufficio legislativo del Ministero della Giustizia con provvedimento dle 28 gennaio 2015.

Gli aspetti pubblicistici della crisi quali la tutela del credito, dei contraenti deboli, del sistema economico nel suo complesso²² dove possiamo includere anche la salvaguardia dei livelli occupazionali specialmente per le grandi imprese, trovano nella cornice normativa la possibilità di condizionare le procedure di risanamento aziendale.

I nuovi istituti come l'allerta (della crisi) e gli assetti organizzativi a presidio e vigilanza dei corretti sistemi di *governance* ne sono l'esempio, insieme alle nuove regole di responsabilità degli organi sociali.

Il nostro legislatore, infatti, attraverso le nuove disposizioni che modificano gli aspetti di diritto societario ha così accentuato e obbligato gli operatori economici ad un diverso modo di concepire il *business*.

La modifica degli assetti societari (ma in verità di tutti gli enti collettivi) è finalizzata a predisporre un sistema e una cultura che realizzi l'obiettivo prioritario del Codice, ovvero quello di permettere l'emersione anticipata della crisi, per sostenere e avviare il prima possibile soluzioni di risanamento quando l'impresa è ancora in grado di risanarsi e prima, cioè, che essa diventi irrimediabilmente insolvente. La crisi viene così collocata all'interno del più ampio sistema di gestione e controllo dei rischi, che costituisce oggi il perno della gestione e delle strategie dell'impresa.

1.5 L'adeguato assetto organizzativo.

Entrando nel merito del nuovo Codice si può subito notare l'importanza che è stata data alla stretta connessione fra il successo del risanamento dell'impresa e l'individuazione degli stadi di crisi potenziali con appropriati indicatori di allerta. Ciò lo può rilevare già nel dettato normativo dell'art. 12 del CCII dove si responsabilizza l'imprenditore nell'adempimento di obblighi organizzativi per la necessaria e tempestiva rilevazione di strumenti di allerta e all'adozione di misure e idonee per comporre la crisi della sua impresa.

L'invito è quello di dotarsi di un adeguato assetto organizzativo, ovviamente in proporzione alla dimensione dell'impresa, in grado di:

- a) Disporre in continuo del prevedibile andamento aziendale²³; ciò è essenziale e funzionale alle restanti valutazioni;
- b) Valutare la sostenibilità del debito in maniera prospettica, cercando di essere capaci a definire l'entità dei flussi futuri al servizio del debito tenendo conto del momento in cui deve essere pagato²⁴;

²²Cfr. Capasso A., "Crisi e risanamento delle aziende" corso Finanza Aziendale Avanzato, LUISS, 2019

²³ Art. 14 comma 1) CCII

²⁴ Art. 2 comma a) e art. 13 comma 1) CCII

- c) Valutare continuamente l'equilibrio economico finanziario ²⁵;
- d) Valutare costantemente la continuità aziendale nell'esercizio in corso o almeno nei successivi 6 mesi²⁶;
- e) Monitorare continuamente la situazione debitoria con lo scopo di escludere la presenza di ritardi nei pagamenti reiterati e significativi²⁷;

Ma come si concretizza nella pratica un adeguato assetto organizzativo che permetta un tale presidio?

Costituendo soprattutto:

- 1) Funzioni aziendali ben strutturate dove venga rispettato il principio della separazione (e conseguentemente della contrapposizione) tra il ruolo esecutivo e quello operativo;
- 2) Un sistema normativo adeguato con procedure e regole interne²⁸ in grado di cogliere le informazioni, individuandone il loro impiego e assicurandone l'affidabilità. Disporre, infatti, di chiare e tempestive informazioni attendibili costituisce un presupposto imprescindibile per l'individuazione della situazione di crisi;
- 3) Un sistema previsionale adeguato fatto di piani, *forecast* e *budget* che possono essere elaborati con appropriati strumenti informatici.

Fare a meno anche di uno solo di questi requisiti significa non disporre di un adeguato assetto organizzativo. Tutto ciò, ripetiamo, va misurato, con la dimensione e la complessità dell'azienda.

In questa gestione anticipata della crisi, assumono una rilevante importanza senza dubbio gli organi di controllo societari, il revisore contabile e la società di revisione che hanno l'obbligo di verificare che l'organo amministrativo della società assuma le iniziative di cui sopra segnalando allo stesso l'esistenza di fondati indizi di crisi. Ciò comporterà in caso di insoddisfacenti risposte all'invito di adottare le misure ritenute necessarie da parte dell'organo amministrativo, alla segnalazione degli organi di controllo all'Organo di Composizione della crisi di impresa (OCRI) che rappresenta la novità di questa riforma della legge fallimentare.

E' stata prevista infatti dalla legge delega l'istituzione, presso ciascuna camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura di un apposito organismo che assista il debitore nella procedura di composizione assistita della crisi e la nomina di un collegio di tre esperti.

Come abbiamo accennato in premessa, non si ritiene opportuno, però, in questa analisi, dilungarsi troppo sugli aspetti normativi, ma comprendere quanto sia importante che la riforma

²⁵ Art. 14, comma 1) CCII

²⁶ Art.13 comma 1) CCII

²⁷ Art. 13 come 1) CCII

²⁸ Sarebbe opportuno definire una gerarchia normativa fatta di *guidelines* e procedure operative

preveda soprattutto un diverso atteggiamento dell'organo amministrativo nella gestione dell'impresa, in modo da prevenire situazioni di crisi che possano sfociare in dissesto insanabili, dannosi per tutto il sistema economico.

Gli obblighi che vediamo attribuire al *management* devono rappresentare una costante modalità di gestione dell'impresa indipendentemente dal fatto che nascano nell'ambito di una legge fallimentare.

Questo atteggiamento se mantenuto oltre a permettere un costante monitoraggio della gestione aziendale, permette all'imprenditore, in caso di composizione assistita della crisi, anche un sistema di incentivi (sia di natura patrimoniale, incidenti sulla composizione del debito, sia di responsabilità personale), per chi vi ricorra, e di disincentivi per chi invece non vi ricorra pur quando sussistano le condizioni, fermo l'obbligo di segnalare i principali indizi di difficoltà finanziaria ad opera dei principali creditori istituzionali (l'Agenzia delle entrate, l'INPS e gli agenti della riscossione delle imposte) o ad opera degli organi di controllo societari, del revisore contabile o delle società di revisione, se si tratta di impresa gestita in forma societaria²⁹.

Ma dopo aver visto come il quadro normativo obblighi l'imprenditore o il management di un'impresa ad un adeguato assetto organizzato e su quali pilastri induttivamente esso debba strutturarsi, bisogna capire verso quali indicatori l'imprenditore debba confrontarsi.

1.6 Gli indicatori della crisi.

Il nuovo Codice entra in soccorso a questa esigenza affrontando nell'articolo 13 il tema degli indicatori della crisi, fissando alcuni riferimenti di base, come gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario rilevabili attraverso appositi indici che evidenzino la sostenibilità dei debiti per almeno 6 mesi successivi e le prospettive di continuità aziendale. Delega inoltre al Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili il compito di elaborare (con cadenza triennale) gli indici menzionati precedentemente o addirittura alla stessa impresa quelli che ritiene più confacenti alla propria attività, dandone giustificazione e rilevanza nella nota integrativa al bilancio.

A questo punto, avendo presente quali possono essere i riferimenti che i presidi scaturiti dall'assetto organizzativo devono essere in grado di rilevare, possiamo individuare le finalità che l'impresa è tenuta a perseguire nell'adempimento dei propri obblighi organizzativi secondo quanto previsto dal comma 1 dell'art. 12.

In sintesi:

²⁹ Relazione illustrativa al CCII

Occorre che siano assicurati adeguati processi di *reporting* e monitoraggio che permettano la completa ed efficace valutazione continua nel rispetto degli indici individuati secondo l'art. 13 comma 3;

1. La verifica di tali indici deve essere puntuale e formalizzata;
2. Anche i ritardi dei pagamenti reiterati e significativi devono essere verificati;
3. L'adozione di precise regole di pianificazione per far valere il principio che occorre soprattutto monitorare il futuro oltre che al presente;
4. Effettuare un *assessment* adeguato dell'equilibrio finanziario e procedure in grado di consentire la sua rilevazione;
5. Verificare costantemente che la continuità aziendale non risulti compromessa;
6. Valutare il mantenimento di un patrimonio netto atto a fronteggiare i rischi di impresa.

1.7 La valutazione dell'equilibrio economico-finanziario.

Possiamo ora entrare nel merito di quelle che sono le valutazioni che portano a tenere costantemente monitorato il rischio di una crisi di impresa.

Se si adottasse sistematicamente all'interno dell'azienda una valutazione continua del rischio di crisi attraverso l'individuazione e la misurazione dei fattori di rischio con un "*risk assessment*", si potrebbe conoscere l'entità dell'impatto del fattore rischio con le conseguenze sul suo potenziale avveramento (effetto sui flussi di cassa al servizio del debito) e le probabilità di accadimento dell'evento stesso.

Nell'ambito del *risk assessment* sarà poi possibile individuare livelli di pre-allerta, i cosiddetti "*soft limits*" che, se prossimi al superamento, possono già dare delle indicazioni sulla comprensione della fase che l'impresa sta attraversando³⁰.

Per percepire sempre più in anticipo un eventuale stato di crisi dell'impresa bisogna anche sgombrare il campo da scontate conclusioni a cui da sempre si è pervenuti nelle analisi gestionali. Un disequilibrio economico ad esempio non significa che siamo prossimi ad una situazione di crisi o, al contrario, risultati economici positivi fanno magari pensare ad un'azienda florida ed in piena salute che poi non lo è. La conclusione è che probabilmente è il solo squilibrio finanziario a dare dei segnali difficilmente equivocabili, anche se bisogna approfondire comunque a quale livello si crei lo squilibrio. Flussi di cassa positivi generati dalla gestione operativa e capienti per le spese di investimento possono non essere sufficienti per fronteggiare la massa debitoria. E' in questo contesto che si innesca la situazione di crisi.

³⁰ Cfr., Ranalli R. "Le tecniche per gestire in anticipo le crisi", in Rivista Trimestrale "Questione giustizia", Fascicolo 2/2019

Per comprendere meglio questa discrasia bisogna innanzitutto partire da ciò che è essenziale per comprendere uno stato di crisi: come precedentemente detto è lo squilibrio finanziario o meglio l'insufficienza dei flussi di cassa al servizio del debito.

Quest'ultimi sono ovviamente una derivata dei flussi economici. In termini aziendalistici essi sono definiti come *Free cash flow from operations* (FCFO). Essi derivano come noto dai flussi finanziari generati dall'attività operativa al netto degli investimenti (capex) e del pagamento degli oneri fiscali.

Il FCFO è una grandezza che risente delle variazioni del CCN (capitale circolante netto), che, a sua volta, è frutto del ciclo di conversione in cassa dei flussi economici che risulta dalla stima dei tempi medi di riscossione dei crediti verso i clienti, dei tempi di pagamento del debito verso fornitori e dalla rotazione del magazzino. L'aumento dei crediti assorbe cassa mentre l'aumento dei debiti la rilascia. In una situazione *ex ante*, il valore del CCN non è facilmente determinabile ed è anche influenzabile dal valore della produzione che se traslato verso l'alto può generare maggiore indeterminatezza. Solo affinate tecniche di *budgeting* possono permettere una corretta valutazione del FCFO previsto e intervenire già in sede di pianificazione. Per semplicità si tende a prendere come riferimento il profitto netto operativo dopo le tasse (*Net Operating Profit after taxes*) che si differenzia dall'FCFO per le variazioni del CCN e dei capex. Immaginando variazioni nulle del CCN e investimenti (capex) equivalenti agli ammortamenti degli investimenti realizzati, il NOPAT può essere un indicatore attendibile.

Confrontando il FCFO o il NOPAT³¹ con il debito finanziario da liquidare per il tasso di interesse (FCFO/debito x tasso interesse) è possibile costituire un indice di rischio che se è pari a 1 la situazione appare equilibrata.

L'equilibrio finanziario deve però essere stabile e non precario e poggiare quantomeno su un equilibrio economico che però non costituisce una garanzia assoluta di stabilità.

Cosa significhi avere un equilibrio precario rispetto ad uno stabile lo si può desumere dalle misure che di intendono intraprendere se non si hanno alternative al miglioramento della situazione debitoria. La circostanza di voler riequilibrare il rapporto fra debiti finanziari e mezzi propri attraverso un finanziamento erogato dai soci (ad esempio nel caso delle società a responsabilità limitata) potrebbe essere vista come una soluzione che non rende stabile l'equilibrio finanziario. Non a caso il codice civile interviene (art 2467) prevedendo nella sostanza una maggior ragionevolezza del conferimento dei soci rispetto al finanziamento.

L'indice di indebitamento costituito dal rapporto tra debiti finanziari e i mezzi propri (*leverage*) non è un rilevatore assoluto di indebitamento eccessivo. Basti pensare agli effetti positivi che

³¹ Il NOPAT non sconta gli interessi del debito e quindi il flusso finanziario che ne deriva deve essere in grado di servire anche gli interessi del debito

una buona leva finanziaria può portare alla situazione economica di un'impresa, in quanto può consentire un alto tasso di rotazione del ciclo operativo che inevitabilmente, in una situazione virtuosa, può amplificare i risultati positivi che poi si riversano sulla situazione finanziaria. Ciò dipende anche dalla probabilità di generare flussi di cassa in ogni ciclo operativo.

E' proprio l'apprezzamento della capacità dell'impresa di produrre flussi di cassa che consolida anche il ricorso al rapporto tra posizione finanziaria netta (PFN) ed EBITDA dell'impresa per valutare una situazione di eventuale crisi.

Nel ricorso a indicatori economici, come in questo caso avviene per l'EBITDA, si corre il rischio di non avere un riferimento oggettivo perché esso varia di settore in settore e, soprattutto, non tiene conto dei capex originati dagli investimenti. E' però utile, se guardiamo la gestione anticipata della crisi non come il modo di posticipare la situazione di crisi "conclamata", ma come la verifica di un'uscita in tempi brevi dal disagio finanziario, riusciamo a comprendere le prospettive di successo che la società ha in futuro con la propria gestione caratteristica. In altre parole, se la capacità di generare cassa potrà rimanere ad un livello soddisfacente o addirittura migliorare, allora ci sono buone probabilità di un ripristino della situazione di equilibrio.

E' inoltre importante sapere se il mercato in cui opera l'azienda è soggetto a forti volatilità oppure denoti situazioni pressoché stabili tali da far sì che la gestione operativa possa generare flussi di cassa molto variabili oppure costanti. In quest'ultimo caso la sostenibilità prospettica del debito può essere addirittura indeterminata, mentre nel primo caso il debito deve avere una durata limitata per non pregiudicare nei momenti di declino della fase economica l'equilibrio finanziario.

In generale possiamo sempre affermare che quando si fanno valutazioni prospettiche sulla sostenibilità del debito, la scadenza della parte più importante di esso è sicuramente un elemento di valutazione determinante.

1.8 La continuità aziendale.

Come sopra menzionato, anche la valutazione della prospettiva di continuità aziendale rappresenta un elemento da prendere in considerazione nel monitoraggio della situazione dell'impresa.

Alla luce di quanto sopra detto si coglie immediatamente il concetto che continuità aziendale e capacità di riequilibrio finanziario hanno una radice comune.

L'indice di discontinuità aziendale non può che essere l'insostenibilità prospettica del debito. Possiamo conseguentemente affermare che solo la valutazione positiva della sostenibilità del debito permette di avere un indicatore univoco sulla continuità aziendale.

Tutte le operazioni di risanamento partono dalla necessità di rendere sostenibile il proprio debito. Da qui l'esigenza come abbiamo precedentemente visto di avere la necessaria accuratezza dell'informativa finanziaria.

L'azienda deve essere osservata non come una grandezza statica attraverso il valore del patrimonio netto, bensì attraverso quella del valore economico del patrimonio netto, vale a dire *l'equity value*. Esso corrisponde alla somma algebrica del valore del complesso aziendale (*l'enterprise value*) e della posizione finanziaria netta (comprendente non solo le partite finanziarie ma anche i debiti scaduti).

L'*enterprise value* costituisce il valore d'uso dell'azienda che si misura attraverso l'attuazione dei flussi di cassa prospettici attualizzati ad un tasso che recepisce il rischio del loro avveramento.

E' un valore a cui fanno riferimenti i principi contabili internazionali (IAS 36) e nazionali (OIC 9).

Se la posizione finanziaria netta negativa è superiore *all'enterprise value* avremo un azzeramento del capitale sociale e, conseguentemente, l'incapienza dei flussi al servizio del debito rispetto a quest'ultimo.

Si genera, in sostanza, il binomio indice dello stato di crisi quale "squilibrio finanziario= discontinuità", al contrario equilibrio finanziario e sostenibilità del debito si saldano in uno solo pilastro: quello della continuità aziendale.

Il piano di risanamento deve tendere a ristabilire un'equazione: virtuoso equilibrio finanziario=continuità aziendale.

1.9 Il piano di risanamento e gli accordi stragiudiziali.

Abbiamo visto come il legislatore sia intervenuto nel nuovo CCII con un nuovo approccio rispetto al passato, anche se durante il percorso di riforma sviluppatosi nel tempo, è andata via via consolidandosi la convinzione che l'insolvenza costituisce un'evenienza fisiologica nel ciclo di vita dell'impresa, da prevenire ed eventualmente regolare al meglio³². Anche il diverso approccio lessicale con la sostituzione del termine fallimento con quello di liquidazione giudiziale può esprimere al meglio la nuova cultura sul concetto di insolvenza. In sostanza si vuole garantire alle imprese sane in difficoltà finanziarie l'accesso a un quadro nazionale in materia di insolvenza che permetta di ristrutturarsi in modo precoce e proseguire l'attività.

L'obiettivo di ristabilire l'equilibrio finanziario e nello stesso tempo consentire la continuità aziendale, oltre ad essere tutelata dal punto di vista giuridico, permette all'imprenditore o al

³² Relazione illustriva al CCII

management di una società di rivedere il processo di risanamento anche come un'opportunità per dare una svolta alla gestione dell'azienda attraverso un cambiamento soprattutto del modello di business. In pratica una ripartenza su basi diverse (*restart-up*)³³.

Il piano di risanamento visto in un'ottica di continuazione dell'impresa prevede, quindi, oltre ad un'azione decisa per la ridefinizione della struttura finanziaria, anche l'intervento in parallelo sul riposizionamento strategico dell'impresa e la sua ristrutturazione organizzativa.

1.10 Il quadro normativo a favore del risanamento e della continuità aziendale.

Gli strumenti che il nuovo CCII offre a favore del risanamento e della continuità aziendale, sono sostanzialmente i piani attestati di risanamento, gli accordi di ristrutturazione e il concordato preventivo non liquidatorio. Anche in quest'ultimo caso infatti *i creditori vengono soddisfatti in misura prevalente dal ricavato prodotto dalla continuità aziendale diretta o indiretta, ivi compresa la cessione del magazzino*³⁴. I primi due si collocano nella fase stragiudiziale e sono già presenti nella normativa vigente che la riforma ha modificato ed integrato. Sono istituti recenti ma ben radicati nel panorama del diritto della crisi di impresa.

I piani attestati di risanamento erano previsti dall'art. 67 della legge fallimentare e sono regolati all'art. 56 nel nuovo CCII. Il vantaggio sostanziale consiste nell'esenzione dall'azione revocatoria fallimentare per gli atti e i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione di un piano idoneo a consentire il riequilibrio della situazione finanziaria. Il piano deve essere certificato da un professionista indipendente che attesta la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano³⁵.

L'accordo di ristrutturazione è previsto dall'art. 182 bis della L.F. e dall'art. 57 del CCII. E' diverso dal concordato preventivo in quanto consente all'imprenditore di raggiungere un accordo con i creditori che rappresentino il 60% in valore dell'intero debito. Deve essere redatto secondo quanto previsto dal piano di risanamento (art. 56 CCII), deve esser pubblicato nel Registro delle Imprese e sottoposto al controllo di legittimità del Tribunale. Non sono revocabili gli atti, i pagamenti e le garanzie poste in essere con l'accordo omologato. Per essere ancora più duttili e meglio fruibili gli accordi di ristrutturazioni possono prevedere anche forme agevolate (riduzione della metà dei crediti concordati alla richiesta) a fronte di particolari situazioni³⁶.

³³ Citato, Capasso A., "Crisi e risanamento delle aziende" corso Finanza Aziendale Avanzato, Lezione n'6, LUISS, 2019

³⁴ Secondo dettato normativo art. 84 comma 3) del CCII.

³⁵ Secondo art. 56 comma 4) CCII.

³⁶ Vedi in dettaglio art. 60 del CCII

Le riforme dell'ultimo decennio hanno assicurato inoltre all'istituto del concordato preventivo una maggiore flessibilità. Il favore per l'istituto concordatario si giustifica, però, principalmente quando esso valga a garantire la continuità aziendale e, per suo tramite, ricorrendone i presupposti, riesca altresì ad assicurare ai creditori una migliore soddisfazione dei loro diritti. Incentivare il ricorso al concordato in continuità, sulla base di un adeguato piano che consenta, al tempo stesso, di salvaguardare il valore dell'impresa e, tendenzialmente, i livelli occupazionali, con il soddisfacimento dei creditori.

L'art. 84 (rubricato "Finalità del concordato preventivo") del nuovo CCII rappresenta quindi una vera e propria norma manifesto dell'intero istituto, delineando in modo netto quindi la *differenza* tra quello in continuità e quello liquidatorio, laddove nel primo le risorse utilizzate per il soddisfacimento dei creditori derivano dalla prosecuzione dell'attività imprenditoriale, mentre nel secondo dal ricavato della liquidazione.

Il Legislatore ha ritenuto quindi di incentivare il ricorso al concordato in continuità, in quanto finalizzato al recupero della capacità dell'impresa di restare o rientrare, ristrutturata e risanata, nel mercato.

Il favore verso il concordato preventivo non liquidatorio è comunque *condizionato* alla circostanza che sia assicurato il miglior soddisfacimento dei creditori, in linea con l'attuale previsione dell'art. 186-*bis*, comma 2, lett. b) l.fall.

E' interessante notare come in questo caso la continuità aziendale divenga un valore-mezzo e, appunto, si giustifica soltanto allorquando garantisca la migliore soddisfazione dei creditori sociali (che rimane il valore-fine del concordato). L'interesse dei creditori rimane prioritario seppur non esclusivo, sussistendo anche quello dell'imprenditore e dei soci³⁷.

Anche qui la funzionalità della continuità rispetto all'interesse dei creditori deve essere attestata dalla relazione del professionista indipendente (art. 87, comma 3).

Con questo approccio innovativo del CCII si è voluto prevenire e contrastare l'utilizzo distorto ed opportunistico del concordato preventivo a fini meramente dilatori³⁸.

1.10 La strategia di risanamento.

Il riferimento normativo ai soli casi dei piani attestati di risanamento, degli accordi di ristrutturazione e al concordato preventivo non liquidatorio, ci permettono di inquadrare il risanamento aziendale in un'ottica di strategia non fine a sé stessa ma rivolta ad una rinascita dell'impresa.

³⁷ Greggio M. "Il concordato preventivo nel nuovo Codice della crisi di impresa" articolo pubblicato il 18 marzo 2019 nel sito "il Commercialista telematico".

³⁸ Cfr., Santagata R. "Concordato preventivo 'meramente dilatorio' e nuovo 'Codice della crisi e dell'insolvenza'"

Nell'identificare un percorso di *turnaround* possiamo dire che esso è possibile in relazione solo ai 3 casi sopra esposti, mentre non è possibile nell'ipotesi di liquidazione giudiziale o concordato liquidatorio.

A questo punto possiamo separarci dal riferimento normativo ed iniziare ad inquadrare il processo di risanamento in un ambito esclusivamente aziendale.

Il primo tema che si pone all'attenzione è come costruire un piano di *turnaround*.

Il piano di *turnaround* è ovviamente strettamente legato alle peculiarità dell'impresa, alle caratteristiche del *business*, alle dinamiche del comparto, al livello di indebitamento in cui si trova l'impresa e alla possibilità di far leva su specifici vantaggi competitivi che potranno fare da guida al processo di risanamento.³⁹

Le tematiche potranno essere oggetto di analisi sono in:

- a) Un inquadramento della società, del suo modello di business, del comparto economico in cui opera e quali possono essere gli aspetti che potranno influenzare le politiche di *turnaround*. Il livello degli investimenti medi richiesti nel settore, la rischiosità dell'esazione dei crediti, la volatilità del mercato, l'andamento degli altri *competitor* di settore;
- b) Un'analisi dei risultati conseguiti antecedentemente alla manifestazione della crisi per capire meglio anche le cause della crisi che rappresentano peraltro un elemento essenziale da aggiungere nella redazione del piano;
- c) Un inquadramento della situazione in essere al momento della redazione del piano sia sotto il profilo qualitativo e quantitativo.

Questi aspetti rappresentano la parte introduttiva del piano che avrà il suo fulcro essenziale in cosa si intende fare per avviare il processo di cambiamento.

In sostanza le tematiche sono:

- a) Le linee strategiche e le azioni per il rilancio con gli interventi previsti in ambito commerciale, produttivo ed organizzativo interno;
- b) Il piano economico-finanziario per la durata previsto del processo di risanamento;
- c) La manovra finanziaria propriamente detta, che si sostanzia nel piano di risanamento o negli accordi di ristrutturazione.

E' il piano sul quale poi si poggia il consenso dei creditori e l'asseverazione dell'esperto nell'ambito delle norme sopra dette.

Riguardo al punto a) della seconda parte del piano l'azione consiste in sintesi nel riposizionamento strategico dell'impresa, traducibile in una razionalizzazione del modello

³⁹ Citato, Fazzini M. – Abriani N. “Turnaround Management” IPSOA, 2011.

operativo o la configurazione di un nuovo modello di *business* o di nuove aree che si intende aggredire per trovare linfa vitale al processo di risanamento e continuità dell'azienda. A ciò dovrà associarsi anche una revisione della struttura organizzativa.

Si è già parlato degli obblighi organizzativi dell'imprenditore in sede di tempestiva rilevazione degli indizi di crisi di impresa. In quel caso, però, eravamo di fronte ad una capacità organizzativa che fosse in grado di individuare anticipatamente la crisi attraverso presidi ed assetti idonei. In questa circostanza invece stiamo di fronte alla capacità dell'imprenditore di poter attuare la svolta con un'idonea organizzazione, affinché l'azienda sia in grado di ripristinare l'equilibrio economico finanziario e proiettarsi verso un futuro profittevole.

Il piano potrebbe, però, prevedere anche una situazione di revisione organizzativa in merito a soluzioni che possono emergere nell'ambito di azioni di riassetto societario le quali hanno riflessi giuridici. Si pensi ad esempio al caso in cui il piano preveda per uscire dalla crisi, la ripartizione fra una nuova entità giuridica nella quale riversare i contenuti del nuovo modello di *business* (*Good Company*) ed una invece con la quale dismettere aree ed attività non più strategiche (*Bad Company*).

1.11 Le soluzioni stragiudiziali.

Nel voler entrare nel cuore della manovra finalizzata alla ristrutturazione finanziaria, le ipotesi del piano attestato di risanamento e quello degli accordi ristrutturazione, che come ricordiamo sono propedeutici per un risanamento che preveda la continuità dell'azienda, favoriscono gli accordi stragiudiziali che prima dell'introduzione dei due istituti erano difficilmente realizzabili per il loro possibile assoggettamento all'azione revocatoria.

Le alternative per risanare l'impresa nell'ipotesi stragiudiziale sono:

1. Interventi sull'attivo (*asset restructuring*)
2. Interventi sul passivo (*liability restructuring*) o ristrutturazione finanziaria.

La necessità di dismettere gli asset ritenuti ovviamente non strategici (non dimentichiamo che l'obiettivo è sempre quello della continuità aziendale) deriva dal proposito di reperire la liquidità necessaria per far fronte agli impegni di breve-medio termine, immaginando di conseguire altre risorse dall'implementazione del nuovo modello di business che è alla base del processo di *turnaround*.

Non c'è molto da dire in proposito se non quello di immaginare un'azione diretta ad eliminare ciò che non è funzionale al cambiamento in corso. L'attenzione va posta anche sulla "*marketability*" di ciò che si vuole dismettere e gli effetti sulla struttura finanziaria.

La ristrutturazione finanziaria invece è sicuramente la sfida più importante da dover intraprendere nel breve termine.

Possiamo individuare delle situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria

- Sottoscrizione di “*Standstill agreement*” o meglio identificati in accordi di moratoria.
- Ottenimento di una rimodulazione delle scadenze dei finanziamenti in essere.
- Ottenimento di nuovi prestiti.
- Ricerca di partner industriali/finanziari per ricapitalizzazione.
- Conversione dei debiti in azioni (*debt-for-equity swap*) o altri strumenti partecipativi del capitale dell’impresa.

1.11.1 L’accordo di *standstill*.

È in sostanza una tregua dalla durata temporale limitata. È molto frequente che esso venga stipulato con le banche creditrici, in quanto risulta difficile immaginarlo con tutti i creditori. L’impegno delle banche è quello di non richiedere il pagamento di qualsiasi importo dovuto anche se scaduto e non intraprendere azioni a recupero del proprio credito. In più le banche assicurano il mantenimento degli affidamenti dei finanziamenti autoliquidanti anche se suscettibili di riduzione in relazione all’effettiva capacità di utilizzo di quel momento.

Lo scopo è quello di favorire la continuità aziendale nelle more della negoziazione e definizione di un piano industriale e finanziario di ristrutturazione del debito ed eventualmente di ricapitalizzazione.

1.11.2 Il *rescheduling* dei finanziamenti a medio lungo termine.

Si tratta in sostanza di una revisione delle condizioni contrattuali (piano di ammortamento, tasso di interesse ecc.). Molte volte le banche rivedono anche lo *spread* applicato perché deve riflettere il maggior rischio del prestito. Questo premio, però, può essere suscettibile di variazione in relazione al miglioramento di alcuni indicatori di bilancio utili per comprendere un miglioramento della situazione economico-finanziaria dell’impresa. Il rimborso può essere previsto con un’unica rata comprensiva di interessi e capitale oppure con rate costanti e *balloon* finale significativamente maggiorato.

Una caratteristica di questa rischedulazione può essere anche quella, frequente, di prevedere un piano di ammortamento a rate indicizzate ai flussi operativi previsti dal piano di risanamento.

1.11.3 Nuovi finanziamenti.

La possibilità di un'apertura di nuove linee di credito dipendono unicamente dalla consapevolezza delle banche di una probabilità molto alta di realizzazione del piano di risanamento previsto.

La concessione di nuova finanza può essere opportuna, purché prevista nel piano, se è destinata a finanziare investimenti che contribuiscano al processo di recupero del valore aziendale o ad un'espansione del capitale circolante nell'ottica dei benefici riconosciuti ad una buona leva finanziaria.,

La naturale riluttanza delle banche a concedere nuovi finanziamenti in presenza di uno stato di crisi è superabile attraverso ipotesi di pre-deducibilità, in base all'attuale legge fallimentare, dei crediti delle stesse banche originati da nuovi prestiti erogati in esecuzione del concordato preventivo e di accordo di ristrutturazione, in caso di procedura fallimentare.

Infine, molte volte a valle di un accordo di *standstill*, se ne esistono i presupposti, viene concesso un nuovo prestito all'impresa in corso di risanamento.

1.11.4 Ricerca di nuovi partner.

Quest'azione o in generale l'apporto di nuove risorse a titolo di capitale di rischio favorisce certamente il riequilibrio della struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa.

Sia nel caso degli stessi soci della società o di nuovi soggetti, la richiesta di ricapitalizzazione rappresenta un atto di fiducia nei confronti del piano di risanamento.

Molte volte sono le stesse banche, in assenza di interesse degli attuali soci, a ricercare un partner industriale o finanziario.

Nel primo caso si può riscontrare la possibilità di sinergie dell'azienda con altri operatori del settore, nell'altro l'apporto di un fondo di *private equity* può facilitare il raggiungimento del risanamento e del rilancio (*turnaround* finanziario).

1.11.5 Conversione dei debiti in azioni.

Tentiamo in questo contesto di dare solo una prima approssimazione del contenuto dell'operazione di conversione dei crediti in azioni, che può rappresentare una modalità di intervento di ristrutturazione finanziaria, in quanto di oggetto di un'analisi più approfondita nel successivo capitolo.

Con l'espressione *debt-for-equity swap* (di seguito definito DES) si intende quell'operazione attraverso cui una società "scambia" le obbligazioni contratte con le azioni o partecipazioni a capitale di nuova emissione.

Spostando il focus sulle modalità di esecuzione di tale operazione, si può affermare che per DES si intende lo "strumento" sotto varie forme utilizzabile prevalentemente dalle banche nelle operazioni di "conversione" del credito in capitale al fine, appunto, di convertire, - complessivamente o parzialmente, le linee di credito vantate nei confronti di un'impresa per ottenere una più immediata soddisfazione delle proprie ragioni creditorie o al fine di consentire il riequilibrio dell'impresa in temporanea difficoltà⁴⁰. Si può ricorrere anche a strumenti di "semi-equity" come possono essere prestiti convertibili, (*cum warrant*) con la possibilità comunque di ridurre l'esposizione da parte del creditore.

1.12 Alcune considerazioni sulle soluzioni stragiudiziali (*workout*).

Un confronto tra procedure giudiziali (espressamente previste e normate dalla Legge Fallimentare) e stragiudiziali (nella prassi internazionale definite come *workout*), non può che avvenire sulla base dell'analisi dei costi diretti e indiretti legate alla crisi. Più che una reale comparazione, finalizzata a dare un giudizio sostanziale tra le due tipologie di risoluzione della crisi, compito arduo nonché al di là delle ambizioni di questo elaborato, in questa sede si vogliono esporre le peculiarità delle soluzioni stragiudiziali, in particolare quelle al di fuori anche di una "cornice giudiziale" (come i nuovi istituti della legge fallimentare riformata appena analizzati) e i motivi per i quali vengono scelte dal mercato come un'alternativa reale, così come gli aspetti negativi, che le rendono strumenti non sempre applicabili.

A tal proposito è possibile affermare che le soluzioni puramente stragiudiziali sono più veloci e meno onerose nonché maggiormente compatibili con processi di profonda ristrutturazione del modello di *business* e dell'assetto organizzativo aziendale in quanto consentono una maggiore libertà di contenuti (dovuta all'assenza di vincoli specifici espliciti previsti dalla legge) e di una maggiore riservatezza (aspetto dal peso significativo soprattutto per le società quotate, interessate sia a dare al mercato un'immagine di solidità che a prevenire con ogni mezzo le difficoltà collegate al regolare adempimento delle proprie obbligazioni contrattuali). Inoltre, un accordo stragiudiziale, prevede un minor numero di formalità, di controlli e un maggior numero di mezzi disponibili per il raggiungimento di accordi privatistici con i creditori⁴¹. Allo stesso

⁴⁰ Bruno F. e Castagna P. "La conversione dei crediti bancari in capitale di rischio (*debt for equity swap*) nell'ambito del restructuring in Italia, Germania e UK" in Diritto societario, 2015

⁴¹ Capizzi V., *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito. Procedure, attori, best practice*. Egea, Milano, settembre 2014.

tempo, però, l'assenza dell'aspetto giudiziale comporta considerevoli svantaggi, questo tipo di accordi infatti:

- Non sono opponibili a terzi nel caso di una fase giudiziale successiva.
- Vincolano solo i soggetti stipulanti l'accordo.
- Non prevedono transazioni fiscali o previdenziali.
- Non comportano l'esenzione dalla revocatoria fallimentare né le varie ipotesi di bancarotta in un eventuale fallimento successivo.
- Espongono l'impresa ad azioni esecutive e comportano per il debitore il sostegno di tutti i costi della procedura.

E' proprio in questo senso che, come già affermato in precedenza, si è mosso il Legislatore con l'implementazione del D.L. n. 35/2005 il quale, su ispirazione della normativa del *Chapter eleven* del *Bankruptcy Code statunitense*, ha ampliato i vantaggi delle modalità di risoluzione stragiudiziale cercando di estendere ad esse l'esenzione dalla revocatoria fallimentare in caso di insuccesso dell'operazione.

1.13 La procedura di realizzazione di un *workout*.

Ai fini di evidenziare chiaramente il *design* e l'architettura di un processo di ristrutturazione stragiudiziale, ribadendo inevitabilmente alcuni concetti, è utile suddividere l'operazione in oggetto in cinque fasi tipiche successive:

- a) Nomina dell'*advisor*.
- b) Primi interventi.
- c) Predisposizione del piano di risanamento.
- d) Ricerca del quorum di adesione tra i creditori.
- e) Ristrutturazione del debito e realizzazione del Piano.

Il primo passo quindi è la nomina del *team* di professionisti che supporterà l'azienda durante l'intero processo di ristrutturazione. Nomina che formalmente appartiene all'impresa in crisi, ma che in realtà fa capo ai creditori più rilevanti ed esposti nei confronti dell'azienda i quali spesso incontrano ripetutamente, attraverso colloqui ufficiosi, gli *advisors* candidati alla selezione che devono rispondere a fondamentali criteri di indipendenza, competenza, legittimità, reputazione e rapidità d'azione⁴². E' usuale, poi, l'inserimento nel Consiglio di Amministrazione di un *Temporary Manager* con la delega specifica alla ristrutturazione del debito e alla negoziazione

⁴² Capizzi V., *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito. Procedure, attori, best practice*. Egea, Milano, settembre 2014.

con i creditori e i loro rappresentanti nonché, affiancato dagli *advisors*, alla predisposizione del piano di risanamento da presentare ai medesimi ai fini dell'approvazione.

La fase successiva prevede, invece, i primi e più urgenti interventi finalizzati all'arresto di quella che spesso è una vera e propria "emorragia monetaria" dell'impresa in crisi. La Tesoreria, in particolar modo, diviene la prima area di lavoro della squadra di professionisti interni ed esterni all'azienda i quali devono tradizionalmente adottare politiche aggressive di gestione del capitale circolante netto in maniera tale da monetizzare quanto prima le scorte di magazzino, proporre a fornitori e clienti variazioni nei termini di pagamento sufficienti a razionalizzare e ridurre i flussi di cassa uscenti e riconducibili al *working capital* aziendale. Spesso si procede in questa fase a blocchi degli investimenti in capitale immobilizzato, alla chiusura di alcune linee produttive anche in ottica di subitanea rifocalizzazione del modello di business societario. I costi discrezionali quali spese di rappresentanza, consulenze e acquisto di beni di consumo vengono ovviamente azzerati e le nuove assunzioni congelate. La terza fase consiste nel piano di risanamento vero e proprio, analizzato già in precedenza, e costituito dal già citato piano industriale e finanziario. Il primo, ricordiamo, può contenere azioni strategiche per il ritorno alla redditività come operazioni di *asset restructuring* e riposizionamento strategico come le dismissioni di parte del capitale investito al fine di utilizzarne i *cashflow* per compiere nuovi investimenti o ridurre l'indebitamento. Le dismissioni sono uno degli strumenti principe dei professionisti della ristrutturazione, il loro compito principale, infatti, è quello essenzialmente di decidere cosa cedere e cosa conservare decidendo in base alle aree strategiche in cui l'azienda è attiva e alle sinergie presenti all'interno della stessa. Ulteriore razionalizzazione può venire da *spin-off* societari e dallo smobilizzo del portafoglio crediti. Il piano finanziario prevede, invece, la ristrutturazione del debito attraverso gli strumenti sopra esposti tra i quali ovviamente quello oggetto di studio mentre la quarta e ultima fase di un processo di *workout* è la ricerca e l'ottenimento dell'approvazione del piano da parte dei creditori. Si parla principalmente di due *quorum* fondamentali: quello di adesione inerente al 90% dei creditori in essere e quello di efficacia relativo all'approvazione del piano di nuova finanza necessario al risanamento. La natura così consistente di tali *quorum* è dovuto, naturalmente, alla natura stragiudiziale del procedimento il quale richiede, inevitabilmente, un sostegno il più possibile integrale a protezione da successivi procedimenti giudiziari dei creditori insoddisfatti. A seguito del consenso ricevuto i piani sono definitivamente avviati.

CAPITOLO II

IL DEBT-FOR-EQUITY SWAP

Sommario: 2.1 Aspetti generali. – 2.2 Aspetti tecnici. – 2.2.1 La valutazione *entity*. – 2.2.2 Gli strumenti di *equity* cui fare ricorso. – 2.2.2.1 Le azioni ordinarie. – 2.2.2.2 Le azioni privilegiate. – 2.2.2.3 Le azioni di risparmio. – 2.2.2.4 Le obbligazioni convertibili. – 2.2.2.5 I warrant. – 2.2.2.5.1 Azioni con opzione put. – 2.2.2.5.2 Azioni convertibili. – 2.2.3 La distribuzione del valore e la composizione dell’offerta di scambio. – 2.2.3.1 Azioni ordinarie. – 2.2.3.2 Azioni privilegiate. – 2.2.3.3 Azioni privilegiate convertibili. – 2.2.3.4 Azioni ordinarie più warrants per gli azionisti preesistenti. – 2.2.4 Lo swap ratio. – 2.2.5 La proporzione di capitale per i creditori. – 2.2.6 Il caso base. – 2.2.7 Il caso con nuova finanza. – 2.2.8 Il caso con *newco* ed insolvenza. – 2.3 Il *debt-for-equity swap* come strumento di finanza straordinaria. – 2.3.1 I fondi avvoltoio. – 2.3.2 La forza contrattuale dei fondi avvoltoio. – 2.3.3 Le modalità di intervento dei vulture fund: *deleveraging* e *loan-to-own*. – 2.4 Casi di *turnaround*: il settore del trasporto marittimo. – 2.4.1 Peculiarità del settore dei trasporti via mare. – 2.4.2 I casi di ristrutturazione finanziaria con *debt-for-equity swap* nel settore dello *shipping*. – 2.4.2.1 Il caso Pillarstone Italy e Premuda. – 2.4.2.2 Il caso Dea Capital Alternative Funds. – 2.4.3 Conclusioni in merito ai casi di *turnaround* del settore marittimo.

2.1 Aspetti generali.

Nel più ampio ambito delle operazioni di *debt-exchange* le operazioni di debito contro azioni possono essere definite come una “riorganizzazione di capitale in cui i creditori (solitamente, ma non esclusivamente prestatori istituzionali) scambiano o convertono una porzione dell’indebitamento di una società per una o più classi del suo capitale azionario”⁴³. Indipendentemente dalle modalità con cui questo viene effettuato, che pure ne possono cambiare anche in maniera significativa la natura, nella maggior parte dei casi si tratta di uno strumento attraverso il quale un “determinato ammontare di debito della società in crisi viene rimborsato attraverso l’offerta di azioni di nuova emissione”⁴⁴.

Di conseguenza, un *debt-for-equity swap*, intacca essenzialmente il passivo di un’azienda con lo scopo fondamentale di conseguire un incremento del valore dell’impresa in crisi senza ostacolarne indebitamente il processo di *turnaround*⁴⁵.

Si tratta di uno strumento che ha conosciuto una considerevole tendenza a diffondersi negli anni immediatamente successivi alla crisi finanziaria del 2008, in ragione di alcuni aspetti intrinseci all’operazione, sia dal lato dell’impresa oggetto dello *swap* che dei creditori dell’azienda stessa, sebbene si tratti di vantaggi asimmetrici tra le parti.

⁴³ Chatterji S., Hedges P., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, Ltd, 2001, 30 maggio, p.246.

⁴⁴ Forestieri G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2002, pp. 163-186

⁴⁵ Colwry K., *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, European Company Law, 2010, Volume 7, Issue 2, pp. 51-58

Per l'impresa in crisi si tratta, infatti, di un metodo sorprendentemente efficace di rafforzamento della propria struttura finanziaria in quanto essa vede sostituirsi agli obblighi rigidi a servizio del debito i *cash-flow* in uscita più elastici (e soprattutto legati allo stato di salute dell'azienda) nei confronti delle partecipazioni azionarie. L'entità di tale rafforzamento ovviamente dipenderà, in *primis*, dalla struttura delle passività aziendali antecedenti all'operazione, quindi dall'entità e dalla natura del debito gravante sull'impresa, in *secundis*, dalla percentuale di esso convertito in *equity* e il conseguente *write-off* sul suo valore nominale.

Dal punto di vista dei creditori si tratta, invece, di uno strumento vantaggioso nella misura in cui evita (in una prospettiva di continuità aziendale) lunghe, farraginoso e spesso inconcludenti procedure giudiziali e insieme svantaggioso, dal momento che ne aumenta la posizione di rischio e ne cambia oltretutto la sua natura rendendolo spesso drasticamente diverso rispetto a quello cui, in particolar modo una banca, è specializzata a gestire.

C'è da aggiungere però, che tale variazione in aumento del rischio nel bilancio del creditore è parzialmente compensata da tre fattori fondamentali:

- 1) Un ruolo ben più forte nella *governance* della società in crisi (se non addirittura il controllo). Tale aspetto come vedremo in seguito è fortemente influenzato dalla natura dell'accordo stipulato e dagli aspetti più propriamente tecnici della sua esecuzione, quali la scelta della tipologia di titoli offerti nello scambio (azioni privilegiate, quasi-debito ecc.) e la natura del piano di risanamento nella sua interezza (tempistica, clausole, opzioni).
- 2) L'opzione a partecipare al valore creato in caso di successo sia in termini di utili che di rivalutazione del capitale. Il valore di tale opzione, infatti, copre direttamente una parte della svalutazione del credito già sostenuta dalla banca in ragione del deterioramento del merito creditizio dell'impresa entrata in crisi.
- 3) La sua utilizzabilità come strumento di finanza straordinaria nell'acquisizione di società *distressed*, ma dal significativo potenziale strategico. Tecnica ben conosciuta dagli hedge fund specializzati in take-over ostili di società in crisi⁴⁶ e forse uno degli aspetti più interessanti del DES stesso, dove la ristrutturazione diventa non solo rimodulazione della sostenibilità dei flussi finanziari nel tempo, ma anche e soprattutto l'attuazione di un riassetto proprietario e di una nuova soluzione di controllo.

D'altra parte, caratteristica fondamentale di questa tipologia di *swap*, che questa tesi cerca di indebolire concettualmente, è il suo *focus* esclusivo sulla struttura finanziaria dell'azienda e non sulle ragioni che possono averla portata alla crisi, in sostanza, si concentra sui sintomi e non

⁴⁶ Forestieri G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2002, pp. 163-186

sulle cause sottostanti al dissesto. Inoltre, si tratta di uno strumento complesso, che necessita di un certo grado di competenze legali e finanziarie. Con lo scopo di semplificarne l'analisi, la presente tesi si occuperà del DES come strumento stragiudiziale di risoluzione della crisi d'impresa, frutto di un accordo fra le parti antecedente all'insolvenza e al fallimento, senza addentrarsi nel suo uso come componente di piani di ristrutturazione attuati per mezzo di soluzioni, invece, giudiziali. Ciò perché, oltre alla complessa articolazione del diritto fallimentare, quella stragiudiziale è la situazione che presenta le caratteristiche di maggiore interesse nell'analisi della conversione del debito in capitale di rischio e che meglio si sposano con una sua disamina dal punto di vista della finanza aziendale. Addentrarsi nell'ambito delle procedure giudiziali appesantirebbe lo studio di numerose variabili di natura legale che sposterebbero eccessivamente il punto di vista dell'elaborato, concentrato invece, sulla natura del DES come mezzo di *turnaround* aziendale e quindi anche sull'insieme delle situazioni che si devono accompagnare allo strumento, che di per sé è unicamente finanziario, (quali per esempio il cambiamento dei vertici del management, il potenziale del business o la quotazione della società su un mercato regolamentato) per renderlo veramente efficace e adatto nel risollevare un'impresa in difficoltà. Non soffermarsi sulle soluzioni giudiziali non significa, però, trascurare l'analisi di tutti gli aspetti legali afferenti al DES. I vincoli sulle partecipazioni azionarie degli istituti bancari o il regime fiscale e contabile intaccano, infatti, il processo di transizione come ad esempio la tassabilità o meno della differenza tra il valore delle azioni scambiato e il valore di sconto sul debito.

Le ristrutturazioni finanziarie che coinvolgono il DES possono essere divise in tre componenti:

- 1) La conversione di un appropriato ammontare del debito in qualche forma di *equity*.
- 2) La ristrutturazione del debito rimanente.
- 3) La raccolta di nuovi fondi nella forma di debito e, a volte, *equity*.⁴⁷

Lo scopo prioritario è quello di ridurre il debito (e quindi il grado di leva) ad un livello più sostenibile per l'azienda.

Degli aspetti a favore e contro questa tipologia di strategia di risanamento aziendale verrà trattato in seguito agli aspetti tecnici di attuazione del DES di cui ne rappresentano la naturale espressione. In ragione, infatti, dei pro e i contro dello strumento ogni specifica modalità di attuazione tenta proprio di trovarne una soluzione in armonia con i differenti interessi contrapposti in campo.

⁴⁷ Chatterji S., Hedges P., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, ltd, 2001, 30 maggio, p.245

2.2 Aspetti tecnici.

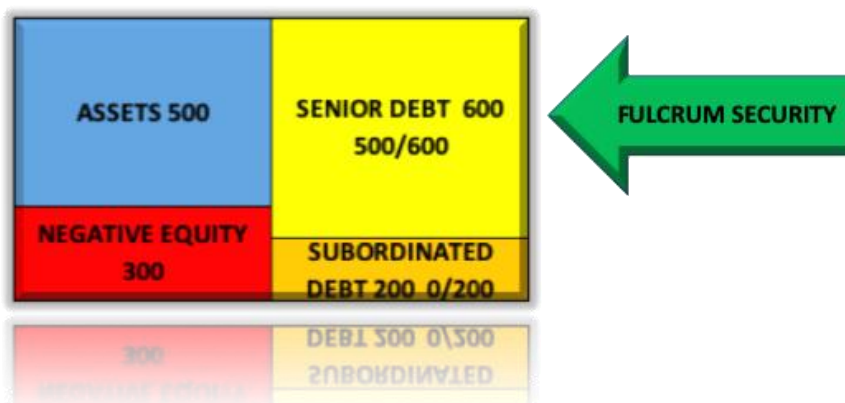
2.2.1 La valutazione *entity*.

Come in ogni ristrutturazione finanziaria, anche quella tramite DES parte, in primo luogo, da una valutazione della società al fine di valutarne lo stato finanziario generale e in particolare l'identità del debito sostenibile sia in termini assoluti che in relazione alla struttura temporale delle scadenze verso i rispettivi *cash-flow* in entrata operativi provenienti dal piano industriale. Dal valore dell'attivo e del debito attualmente in essere si ricava il valore dell'*equity*, spesso negativo trattandosi di società in crisi, e da ciò il valore del potenziale *swap* di cui è importante valutare non solo la fattibilità finanziaria immediata, ma anche la sua ragionevolezza al lungo termine. Da valutare, poi, è la compatibilità dell'assetto così delineato con tutto il resto delle misure di ristrutturazione previste dal piano di risanamento fra i quali, ad esempio, è spesso presente un piano di nuova finanza con i relativi oneri di copertura. Il fine ultimo e fondamentale è sempre quello che il complesso aziendale così ridefinito possa ritornare a funzionare⁴⁸, quantomeno dal punto di vista finanziario. Tutto parte quindi da una valutazione che, però, è bene sottolineare, è di tipo "*entity*" ovvero dal lato degli asset dell'azienda e del suo capitale operativo. E' dal valore dell'analisi dell'attivo dell'impresa in crisi che, quindi, si traggono conclusioni sul debito che sarebbe finanziariamente sostenibile dall'impresa stessa e il conseguente obiettivo in termini di ristrutturazione. In questa fase ci si concentra, quindi, sui cosiddetti "FCFO" i flussi di cassa operativi, non influenzati dalle scelte inerenti la struttura finanziaria e attualizzati al tasso corrispondente al costo medio ponderato del capitale (WACC). Solo successivamente ci si concentra sulla struttura del passivo del bilancio che ci si occupa di classificare in una prospettiva di "*fulcrum security*", ovvero l'individuazione della specifica classe di debito che più di tutte si candida ad essere quella oggetto dello *swap*. Ciò avviene, dapprima, attraverso la categorizzazione per *seniority*/subordinazione delle diverse voci del debito e, posteriormente, per mezzo della distinzione tra oneri *in-the-money* e *out-the-money*, distinzione che spesso prevede una classe intermedia *in-the-money*⁴⁹. Ecco che allora la "*fulcrum security*" è rappresentata dalla voce di debito con *seniority* maggiore che è solo parzialmente *in-the-money*, la classe intermedia appena citata. Tale analisi è spesso oggetto di studio di coloro che intendono adottare una strategia di acquisizione di società *distressed* proprio perché attraverso la proprietà di questa fattispecie di titoli è possibile giungere ad una

⁴⁸ Forestieri G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2002, pp. 163-186

⁴⁹ Ibid.

posizione di controllo della società in esame nella prospettiva di una sua ristrutturazione tramite DES.



Fonte: Rielaborazione personale.

2.2.2 Gli strumenti di *equity* cui fare ricorso.

Oggetto di analisi fondamentale nell'attuazione di un DES è quello della scelta della composizione dell'offerta, in termini di forme di contratto azionario, a fronte del debito. In realtà solitamente si tratta di un'offerta mista, che insieme ad un certo quantitativo di azioni di vario genere accompagna una componente per cassa la quale, pur non essendo di facile attuazione per un'impresa in stato di crisi *può essere messa in atto per dare ai creditori, comunque chiamati a sopportare una perdita rilevante sul valore del credito, una sorta di incentivo economico immediato, seppur limitato*⁵⁰. Tuttavia, le azioni rimangono ovviamente la merce di scambio principale dell'accordo e l'unico vero e sostanziale incentivo economico per il creditore interessato al loro incremento di valore dovuto al successo della ristrutturazione. Gli strumenti di *equity* adottati, poi, rappresentano lo strumento principale per definire il profilo di rischio e rendimento dello scambio dalla prospettiva dei creditori in una combinazione di possibilità pressoché infinita. Lo scopo qui è quello di analizzare le varie forme contrattuali di azioni con riferimento alle caratteristiche più impattanti sull'operazione di scambio, senza tralasciare anche altri strumenti non propriamente definibili come semplice *equity*, ma che comunque ad esso fanno riferimento, come le opzioni di convertibilità sulle obbligazioni o strumenti azionari non puramente definibili come tali ovvero i titoli di "quasi debito" (azioni privilegiate e di risparmio). Infine, si procederà a delineare la migliore composizione di strumenti in relazione alle caratteristiche specifiche dell'operazione e al grado di *seniority* e copertura dei creditori partecipanti all'accordo.

⁵⁰ Ibid.

2.2.2.1 Le azioni ordinarie.

Le azioni ordinarie sono la forma di investimento più basilare in una società⁵¹, rappresentano la proprietà dell'azienda, danno diritto ad un dividendo (non garantito) e possiedono il più basso livello di priorità nel rimborso nell'ipotesi di una liquidazione, sono quindi la tipologia di titoli più rischiosa e che comporta il grado di svalutazione in bilancio più consistente nei confronti del credito deteriorato per banche e fornitori, in compenso, però, conferiscono diritto di voto nell'assemblea degli azionisti e la facoltà di influenzare le decisioni più importanti e strutturali del business quali la scelta del management, fattore decisivo in un progetto di *turnaround*. Il valore delle azioni ordinarie, poi, è lo specchio più fedele delle probabilità di successo della ristrutturazione valutato dal mercato, rappresenta, infatti, il valore rimanente una volta soddisfatti il resto dei crediti finanziari, dal loro prezzo è quindi possibile ricavare la probabilità sia di fallimento che di sopravvivenza della società. Ulteriore tratto saliente delle azioni ordinarie è che, all'interno della stessa classe, possiedono tutte lo stesso "rank", non concedendo alcun grado di priorità, sono il titolo che più facilmente è in grado di convincere i vecchi azionisti, ovviamente quelli più fiduciosi nel potenziale di recupero dell'impresa, ad evitare qualsiasi tipo di *holding-up* dovuto alla diluizione della propria posizione di proprietà conseguente all'entrata nel capitale di istituti finanziari e fornitori. Eventuali azionisti privilegiati ostili alla ristrutturazione sarebbero poi automaticamente esclusi dalle decisioni di voto riguardanti lo *swap*. Rappresentano quindi, lo strumento che l'impresa ha più interesse e facilità nel proporre ai creditori, ma che i prestatori sono più restii ad accettare, comportando forti svalutazioni in bilancio e l'assunzione di oneri di rischio meno gestibili da un intermediario finanziario. I fornitori, invece, soprattutto se operanti nello stesso mercato dell'azienda in crisi, sono più inclini ad accettare azioni ordinarie, in ragione di un minor timore nella selezione del nuovo management dovuta ad una più dettagliata consapevolezza dei fattori intrinseci al mercato che più potrebbero aver determinato il disfacimento aziendale. In ogni caso, le azioni ordinarie sono la forma contrattuale più efficace in termini di *turnaround* poiché più di tutte le altre consentono di agire sulle ragioni interne alla crisi e non semplicemente sulla loro espressione finanziaria. Consentono inoltre una più chiara e trasparente composizione del passivo ed una visione facilitata degli effetti della ristrutturazione. Fattore, poi, sostanziale e cruciale nella scelta di azioni ordinarie come "merce di scambio" è l'eventuale quotazione di queste su un mercato regolamentato. Tale quotazione, infatti, permette, se consentito dallo

⁵¹ Chatterji S., Hedges P., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, ltd, 2001, 30 maggio.

statuto della società, una *exit-strategy* dei creditori essenzialmente immediata e un considerevole incentivo per banche e fornitori, quindi, ad effettuare lo *swap* stesso, potendo a quel punto in realtà scambiare la fiducia del mercato col proprio credito deteriorato. Le azioni ordinarie, infatti, sono una tipologia di titolo più semplice e in qualche modo, per questa ragione, più liquido rispetto alla complessa articolazione che può assumere l'insieme delle azioni privilegiate. Questo aspetto, qui solo introdotto, del DES è uno degli elementi su cui si soffermerà maggiormente l'analisi, nella sede in cui ne verrà dato un tentativo di giudizio alla luce dei casi proposti.

2.2.2.2 Le azioni privilegiate.

Le azioni privilegiate si differenziano da quelle ordinarie per una serie di diritti che offrono in numerose aree di interesse. Esse, innanzitutto, in relazione alla loro specifica natura, danno diritto a diverse tipologie di dividendi, maggiorati rispetto alle azioni ordinarie, garantiti, fissi o ancorati al tasso di interesse di mercato, agli utili o ad una combinazione di indicatori⁵², sebbene anche questi non siano esenti dai vincoli imposti relativamente alle riserve della società. In termini di diritto di voto, le azioni privilegiate vivono di un diritto limitato in quanto, solitamente, gli azionisti privilegiati possono partecipare unicamente alle assemblee straordinarie. L'entrata in vigore della Riforma del Diritto Societario ha, però, ampliato *l'autonomia statutaria delle società che ora possono emettere liberamente diverse categorie di azioni con differente contenuto in materia di diritto di voto e non è più necessario che l'assenza del diritto di voto si accompagni a privilegi di natura patrimoniale*⁵³. Tale limite rimane unicamente per le società quotate. Per tutte le società vige, però, il tetto del 50% del capitale costituito da azioni privilegiate.

Ciò che più è interessante in ottica *swap* è il privilegio di natura patrimoniale di queste azioni (con le dovute precisazioni riferite sopra) il quale conferisce al prestatore un grado di priorità maggiore rispetto agli azionisti ordinari nel rimborso del capitale investito in caso di fallimento. Gli istituti bancari sono soliti, infatti, preferire questo tipo di soluzione, in quanto essa trasforma la partecipazione azionaria in strumenti di quasi debito, meno rischiosi e con maggiori garanzie di recupero, anche in ragione di specifici "diritti di controllo negativi" sulle azioni di gestione della società che in qualche modo potrebbero depauperare la sua capacità di distribuire dividendi e comportare il rimborso delle azioni privilegiate, rimborso che può avvenire anche in ragione di particolari diritti di opzione al realizzarsi di determinati *covenant*. Ovviamente,

⁵² Ibid.

⁵³ Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-privilegiata.html> visto il 4/12/2019

gli amministratori della società in crisi sono molto meno incentivati ad accettare un tale tipo di soluzione, soprattutto perché, nelle condizioni di dissesto vigenti al momento dello swap, tali diritti di controllo negativi peserebbero in misura sostanziale sulla gestione rendendoli totalmente assimilabili a vero e proprio debito, annullando di fatto il rafforzamento finanziario proveniente dallo swap.⁵⁴ D'altro canto, una partecipazione in azioni privilegiate così delineata, non risolverebbe neppure la posizione del creditore, il quale vedrebbe comunque ridursi la sua partecipazione ai frutti del *turnaround* aziendale, sia nei termini di dividendi futuri potenzialmente maggiori a quelli garantiti, sia in termini di controllo sul management che rappresenta, invece, uno degli aspetti chiave per il successo del risanamento. Mantenere nella sostanza il proprio debito, poi, alleggerendone troppo lievemente gli oneri, non comporterebbe altro che il fallimento del *turnaround* e la perdita dell'intero capitale prestato. Inoltre, rappresentando le azioni privilegiate titoli meno liquidi in ragione della loro maggiore complessità di valutazione (risulta difficoltoso, infatti, valutare il valore monetario di ogni singolo diritto incorporato nel privilegio), queste precludono parzialmente alla banca o fornitore la possibilità di uscire velocemente dal capitale tramite il mercato secondario. Una soluzione intermedia potrebbe essere, quindi, rappresentata dalle azioni privilegiate convertibili, le quali garantirebbero una certa flessibilità ad entrambi le parti coinvolte. Da un lato manterrebbero il diritto dei creditori a salire sul carro dei vincitori, dall'altra gli verrebbe garantita un'agevole *exit-strategy*. I vecchi azionisti, invece, potrebbero far valere le proprie ragioni tramite i termini di convertibilità, consentendo magari una convertibilità a premio rispetto al valore di mercato delle azioni ordinarie preservandosi da una diluizione del capitale, oppure applicando penali crescenti temporalmente sui dividendi per incentivare la conversione in azioni ordinarie e consolidare il rafforzamento finanziario dell'impresa. In realtà, al di là dei discorsi teorici, la situazione di dissesto finanziario è tale che, molto probabilmente, in caso di fallimento non ci sarebbe possibilità di rimborso per alcuno degli azionisti, privilegiati e non, oltretutto la possibilità di distribuire dividendi per l'azienda, soprattutto nelle fasi iniziali del *turnaround*, è quasi nulla. Ecco che il valore di questi privilegi diventa quindi trascurabile e la maggiore complessità del passivo così strutturato non porta alcun vantaggio dal punto di vista finanziario e unicamente oneri ed ostacoli di natura burocratica e legale. Sono quindi strumenti da usare con cura, che conferiscono, però, grande malleabilità e capacità di adattamento dell'accordo di *swap* alle situazioni sottostanti il salvataggio ed i rapporti di forza fra le parti.

⁵⁴ Chatterji S., Hedges P., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, ltd, 2001, 30 maggio

2.2.2.3 Le azioni di risparmio.

Le azioni di risparmio, introdotte in Italia nel 1974 e regolate dal 145-147 del TUF (d.Lgs. 58/1998). Nascono con lo scopo di avvicinare i risparmiatori al mercato azionario mettendo a disposizione del mercato dei titoli che fossero più interessati alla natura patrimoniale dell'investimento che ai diritti di gestione amministrativa provenienti dalle azioni. Sono titoli che solitamente non conferiscono alcun diritto di voto né in assemblea ordinaria né in quella straordinaria se non nelle assemblee speciali dirette ai possessori di titoli di risparmio sancite per la tutela della categoria. Possono essere titoli al portatore (eccezion fatta per le azioni di risparmio di proprietà di amministratori, sindaci e direttori generali) e danno diritto ad un privilegio (definito nello statuto della società) che di solito prevede una garanzia sull'ammontare dei dividendi calcolato in percentuale al loro valore nominale ed uno scarto in sede di rimborso di capitale rispetto alle azioni ordinarie. Come per le azioni privilegiate, la quota di azioni di risparmio che costituiscono il capitale della società non può superare il 50%. Nell'ottica di uno *swap* si tratta di strumenti di *equity* che limitano ancor più l'influenza dei creditori nella gestione amministrativa della società, sebbene concedano comunque la qualifica di soci a tutti gli effetti. Meno appetibili nei confronti dei fondi interessati al controllo, possono invece esserlo per le banche, essendo meglio assimilabili al debito, le quali però a questo punto sancirebbero un sostanziale disinteresse nei confronti della gestione del processo di ristrutturazione, affidandosi totalmente al management della società verso il quale l'interesse di questa tipologia di soluzione si rivolge in maniera considerevole. Più flessibili rispetto al debito (i dividendi al di sotto del minimo garantito possono essere infatti conferiti entro i due esercizi contabili successivi), lasciano a questi la possibilità di mantenere la propria libertà gestionale rafforzando la propria posizione finanziaria.

2.2.2.4 Le obbligazioni convertibili.

Le obbligazioni convertibili sono titoli a metà tra obbligazioni e azioni che consentono al possessore di convertire la propria posizione di creditore in una di socio azionista sulla base di un rapporto di cambio predeterminato dal regolamento di emissione durante tutta la durata della sua vita o in specifici periodi di tempo. La conversione può essere anche indiretta, ovvero, riguardare azioni di un'altra società (spesso una controllata finanziariamente più sana). Esse pagano una cedola che sconta il premio dell'opzione di convertibilità. Usati in un'operazione DES rappresentano titoli che in qualche modo possono dilazionare lo *swap* offrendo ai creditori la possibilità di non sottoscrivere l'intero ammontare dello stesso magari grazie ad un risanamento o recupero più repentini del previsto. In ogni caso le obbligazioni

convertibili “spalmerebbero” il rischio della conversione nel tempo per la banca, dando la possibilità di pianificare un salvataggio per fasi anche in relazione al realizzarsi di determinati fatti economici particolarmente impattanti sulla salute economica e finanziaria dell’azienda (quali l’incapacità sopravvenuta di disporre di un asset o il successo di un determinato investimento). Sono anche questi, quindi, strumento di adattabilità, soprattutto temporale, della ristrutturazione. In realtà, però, offre un ulteriore vantaggio. Spesso, infatti, quando una società non è in grado di coprire gli interessi sulle obbligazioni, trasformare queste in obbligazioni convertibili consentirebbe a quest’ultima di usufruire di un tasso di interesse più basso scontante il premio dell’opzione implicita.

2.2.2.5 I warrant.

I *warrant* sono strumenti finanziari che conferiscono il diritto e non l’obbligo di acquistare o vendere ad un determinato *strike price* una determinata quantità di titoli sottostanti entro o in coincidenza di una scadenza stabilita. Sono strumenti con vita e natura giuridica autonoma rispetto ai titoli cui sono intrinsecamente collegati nella quotazione del loro prezzo e ad ognuno di essi è associato un multiplo che definisce la quantità di sottostante controllata dallo strumento. Nel nostro ambito di analisi i *warrant* sono principalmente opzioni *call* a lungo termine emesse dalla società in dissesto nei confronti di azionisti e creditori. I secondi potrebbero essere interessati ad una *call* nel momento in cui le prospettive di recupero dell’impresa sono molto incerte e porre un *write-off* sul debito troppo sostanzioso in cambio di una partecipazione azionaria dalle scarse possibilità di sopravvivenza possa risultare troppo rischioso. Una banca potrebbe decidere di accompagnare ad uno *swap* dapprima parziale sul proprio debito, un *warrant call* sul capitale azionario della società esercitabile raggiunta una determinata soglia di valore che in qualche modo ne sancisce il definitivo recupero. A risanamento avvenuto, a quel punto la banca in questione sarebbe propensa a convertire una porzione maggiore del proprio credito in capitale azionario. E’ uno strumento utile soprattutto durante le fasi di contrattazione poiché consente di dirimere questioni riguardanti la valutazione dell’*equity*. Infine, a differenza delle obbligazioni convertibili, una *call* esercitata porterebbe ad una emissione di azioni a fronte di *cash* e non debito obbligazionario, rendendo lo strumento, in questa prospettiva, più appetibile agli azionisti.

2.2.2.5.1 Azioni con opzione put.

Si tratta di azioni emesse dalla società incorporanti un’opzione *put* che conferiscono il diritto da parte del creditore di rivendere le stesse azioni alla società ad una data prestabilita. Si tratta

di titoli molto più simili al debito che, come già sottolineato prima per gli altri titoli dello stesso genere, cambiano poco della struttura finanziaria dissestata dell'azienda. Esse però portano un vincolo, un pavimento (*floor*) alle variazioni al ribasso dei titoli offerti nello swap a garanzia del creditore. Una soluzione più credibile potrebbe essere usare come sottostante della suddetta opzione put azioni di un'altra società (facente parte della *holding*) magari finanziariamente più solida.⁵⁵

2.2.2.5.2 Azioni convertibili.

Le azioni convertibili garantiscono al titolare la possibilità di convertire le proprie azioni con azioni di altro tipo (vedi azioni privilegiate o di risparmio) o di un'altra società, entro termini e modalità precedentemente concordati. Sono strumenti che contribuiscono ulteriormente alla duttilità dell'accordo di *swap* consentendo di modulare la posizione di proprietà del creditore durante un arco temporale più o meno lungo e al realizzarsi di determinati eventi o indicatori fondamentali per la salute dell'azienda. Consentono, infatti, agli istituti di credito di riportare la propria esposizione verso condizioni assimilabili al debito in maniera progressiva e concorrente al risanamento aziendale o di entrare più profondamente nel capitale e nei processi decisionali in condizioni di emergenza più critiche.

2.2.3 La distribuzione del valore e la composizione dell'offerta di scambio.

In che modalità e termini vadano distribuite le quote di capitale azionario tra le varie categorie di creditori e di azionisti preesistenti è oggetto, spesso, di contrasti profondi nella realizzazione di uno *swap* di questo genere. Il punto fondamentale riguarda ovviamente quale quota attribuire ad ogni creditore partecipante all'accordo e come gestirne la variazione nel momento in cui l'opzione al successo si realizzi e la ristrutturazione abbia successo, che è naturalmente l'augurio di ogni partecipante. I vecchi azionisti hanno diritto ad una partecipazione maggiore al *turnaround*, per mezzo di specifici *warrant*, data la posizione di rischio sostenuta nelle fasi di dissesto? I titoli privilegiati rappresentano un'arma a doppio taglio nel recupero del credito deteriorato? Come gestire la diluizione di capitale dei vecchi azionisti sia nel momento dello *swap* che nel realizzarsi delle opzioni vendute alle banche a seguito del risanamento? Come i rapporti di forza tra le parti, la gravità della situazione del dissesto, la natura e l'entità dei crediti deteriorati, il potenziale del business, del modello organizzativo aziendale, perfino l'identità degli *advisors*, dei vecchi e dei nuovi amministratori e dei responsabili rappresentanti banche e

⁵⁵ Ibid.

fornitori, influenzano la composizione dei titoli dati in offerta e la loro variazione durante tutto il processo di cambiamento? Fortunatamente la varietà degli strumenti di *equity* a disposizione concede una discreta capacità di adattabilità di quest’offerta e un ampio margine di granularizzazione delle soluzioni in maniera tale da concedere più strumenti possibili per l’armonizzazione fra le parti, il quale è forse l’aspetto più interessante e incoraggiante del DES. Ciò ovviamente non preclude una contrattazione significativamente differente da una situazione all’altra. Dapprima cerchiamo di evidenziare gli aspetti che collegano ogni tipologia di composizione dell’offerta di *equity* con lo scenario di recupero aziendale, attraverso una semplificazione che, nello stesso scenario di recupero, mette a confronto i cambiamenti che avvengono nella struttura del capitale per quattro scelte di composizione dell’offerta di titoli, ognuna caratterizzata da uno “sbilanciamento” voluto verso una delle famiglie di titoli presentate prima come se ogni offerta fosse composta esclusivamente da quella tipologia di titolo, proprio per evidenziare l’effetto che ognuna di esse ha sull’evoluzione del capitale in una prospettiva di recupero. Analisi semplicistica che, sì non tiene conto sufficientemente delle interdipendenze fra i titoli, ma che ci permetterà di fare alcune fondamentali analisi su come debba essere composta l’offerta dello scambio in relazione agli altri fattori di mercato oggetto di analisi.

2.2.3.1 Azioni ordinarie.

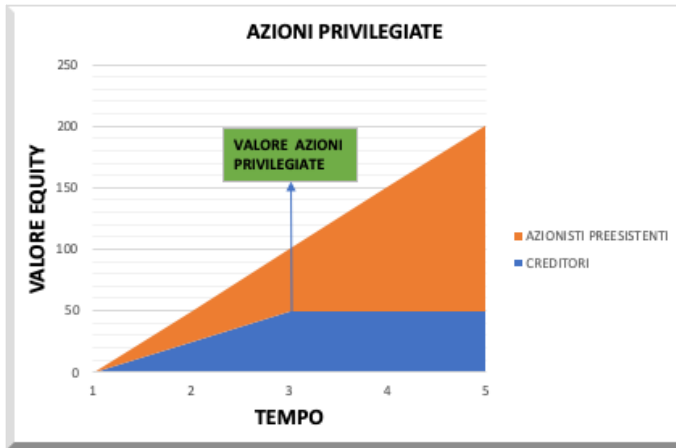


Fonte: Rielaborazione personale.

Nel caso più semplice in cui lo scambio avvenga prevalentemente per mezzo di azioni ordinarie, al crescere del valore dell’*equity* nello scenario di recupero positivo analizzato, le proporzioni della partecipazione al valore rimangono costanti. E’ la soluzione che parifica creditori e azionisti preesistenti in termini di rischio-rendimento e potere decisionale lungo tutto l’arco della vita dei rispettivi investimenti.

2.2.3.2 Azioni privilegiate.

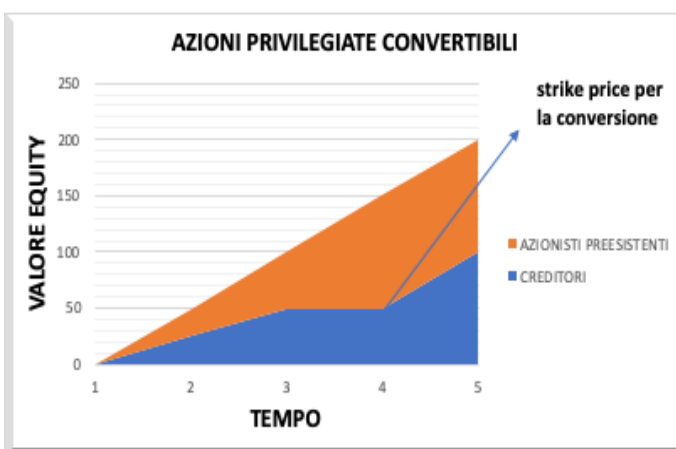
Nel caso delle azioni privilegiate, invece, i creditori hanno diritto al valore del capitale azionario fino al valore nominale delle azioni privilegiate, parte del valore durante il recupero, in termini di dividendi, maturerà, infatti, esclusivamente per gli azionisti ordinari.



Fonte: Rielaborazione personale.

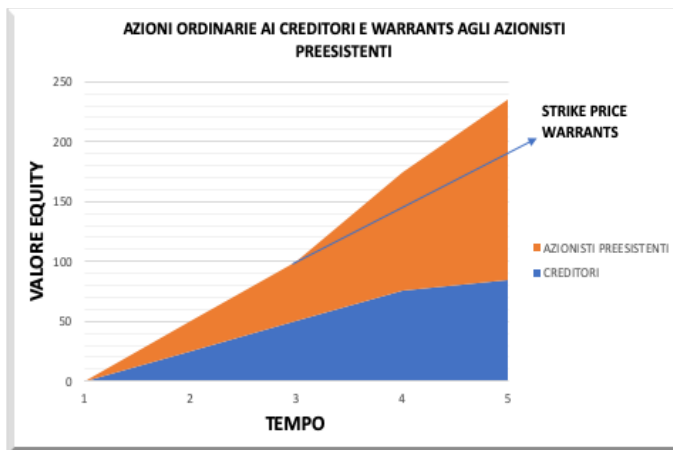
2.2.3.3 Azioni privilegiate convertibili.

Nel caso di azioni privilegiate con opzione di convertibilità, il creditore è nella stessa posizione precedentemente esposta a differenza del fatto che, raggiunto un certo limite di prezzo, può esercitare l'opzione e diventare azionista ordinario dell'azienda partecipando agli ulteriori utili maturati. E' bene specificare che questo solitamente avviene senza l'emissione di nuove azioni, rappresentando l'opzione *call* in questione un diritto per i creditori ad acquistare tali titoli dagli azionisti preesistenti in via concordata alla stipula dell'accordo di *swap* (per i *warrant* riguardanti gli azionisti, invece, si fa generalmente riferimento ad azioni di nuova emissione)



Fonte: Rielaborazione personale.

2.2.3.4 Azioni ordinarie più *warrant* per gli azionisti preesistenti.



Fonte: Rielaborazione personale.

Nel caso, infine, di offerta composta da azioni ordinarie per i creditori e opzioni di tipo *call* sul prezzo del capitale per gli azionisti preesistenti, il valore totale aumenta in relazione alle nuove azioni emesse in ragione dell'esercizio dell'opzione e i creditori vedono diluirsi la propria posizione di proprietà nei confronti del surplus di valore successivo alla nuova emissione (fatto evidenziato dalla diminuzione della pendenza della retta riguardante i creditori).

Le modalità attraverso le quali progettare la composizione dell'offerta riguardante lo *swap* devono tenere conto di un *trade-off* tra la soddisfazione delle esigenze di tutti i partecipanti all'accordo e i maggiori costi e rischi relativi a strutture d'offerta complesse. Ciò è dovuto, sia ad una minore liquidità del paniere di titoli così delineato, sia alle difficoltà di gestione aziendale collegate ad una struttura poco chiara ed eccessivamente articolata della proprietà dell'impresa.

Concentrandosi ancora sulla natura della composizione, è evidente che una quota maggiore di azioni ordinarie, come già affermato, tende a mettere sullo stesso piano creditori ed azionisti, ugualmente responsabili nei confronti del *turnaround*. Ecco che allora la quota di azioni ordinarie dell'accordo, *ceteris paribus*, può interpretarsi come indice di parità di potere contrattuale tra le parti, maggiore la sua entità, maggiore quindi il potenziale dell'impresa a compensazione della sua situazione di stress. Si tratta della soluzione più preferibile nei contesti in cui la temporaneità e la contingenza della situazione di difficoltà è più "veritiera", magari maggiormente finanziaria che economica e in cui la soluzione alla crisi si presenta più trasparente sia nei termini delle cause che nelle modalità di risoluzione. Trattandosi della tipologia di paniere più rischiosa per banche e fondi, in linea puramente teorica, gli altri fattori di mercato incidenti sul valore dell'azienda devono necessariamente essere di natura incoraggiante affinché si arrivi alla stipula di una soluzione di questo tipo. Una quota preponderante di azioni privilegiate, invece, parifica le parti solo nel momento in cui il capitale

e in particolar modo i dividendi raggiungono l'entità di quelli garantiti. Se le prospettive di recupero paiono scarse in termini di probabilità e soprattutto nei termini della loro entità (per probabilità di recupero eccessivamente esigue perde di senso lo stesso *swap*), le azioni privilegiate svolgono la loro funzione più incisiva ed interessante nel proteggere le istituzioni finanziarie da un recupero solo "claudicante" o per meglio dire, parziale dell'azienda. Per livelli di recupero bassi, ma sostanziali (tanto, infatti, da non poter esimere gli amministratori dal rispetto della garanzia sui dividendi), i creditori vedranno comunque garantito il loro investimento a discapito però dello stesso recupero il quale si vedrà depauperato di risorse, in ragione della garanzia sugli utili distribuiti, in una situazione finanziaria ancora caratterizzata da fragilità. D'altro canto, è però una composizione che permette agli azionisti preesistenti di superare, quantomeno in parte, lo scetticismo dei creditori, conferendogli la possibilità di godere totalmente di tutto il valore futuro in surplus rispetto a quello pattuito. Si tratta quindi di uno strumento utile a sfruttare le asimmetrie informative a loro vantaggio riguardo agli aspetti più tecnici e peculiari del business di riferimento spesso sconosciuti alle banche, ma molto meno ai fondi di investimento specializzati settorialmente. Detto ciò, la quota di azioni privilegiate rimane comunque interpretabile come indicatore di disparità di potere contrattuale tra le parti, dal momento che, rappresentando quest'ultime titoli più simili al debito rispetto alle azioni ordinarie, rappresentano indirettamente il grado di fiducia negativo dei creditori nei confronti del *turnaround* ed un compromesso orientato maggiormente verso quest'ultimi. Un espediente ancor più sbilanciato nei confronti dei creditori (che a prima vista può sembrare invece più equiparante dal grafico) è quello dell'aggiunta di opzioni *call* sul capitale (oltre alle azioni con privilegio) per i creditori, i quali, in questo caso, non solo vedranno garantita la propria posizione nel caso di un recupero solo parziale dell'impresa, ma avranno anche il diritto a salire sul "carro dei vincitori" nell'eventualità che la risoluzione della crisi si riveli più fruttuosa del previsto. Si parla, in realtà, di un indicatore ancor più fedele della disparità di forze dalle parti assimilabile a situazioni in cui o il potenziale di recupero è basso ed improbabile o la situazione finanziaria dell'impresa sia quasi del tutto irreversibile. Al lato opposto, l'*escamotage* in cui l'opzione *call* è data agli azionisti preesistenti conferisce a quest'ultimi la possibilità di investire maggiormente nell'impresa proprio nel momento in cui questa ha raggiunto un maggior grado di salute e al tempo stesso diluire la quota partecipativa dei creditori sui frutti di un *turnaround* vincente. Ecco che allora, in ultima analisi, l'entità di queste opzioni agli azionisti preesistenti rappresenta un indicatore di disparità di potere contrattuale tra le parti nel senso opposto di quelli precedentemente analizzati e ci consente di identificare, più in generale, nelle opzioni incluse nel contratto di *swap* uno dei fattori chiave nell'identificazione dei rapporti fra le parti e, indirettamente, del grado di fiducia di queste sul *turnaround* e il grado

di profondità dello stato di crisi dell'impresa in questione. Indicatori sia a posteriori per gli investitori interessati ad entrare successivamente nel capitale, sia a priori per il bilanciamento degli interessi delle parti stipulanti lo *swap* come strumento di traduzione della situazione economica dell'azienda e mezzo di "limatura" e soddisfazione dei rispettivi interessi, oltre che dal punto di vista finanziario anche dal punto di vista economico e temporale (avendo già visto precedentemente come la natura di queste opzioni possa, di fatto, anche dilazionare lo *swap* dei creditori nel tempo e al raggiungimento di determinati obiettivi di crescita). Aldilà di questo tipo di ragionamento la composizione dello *swap* deve tenere conto anche dei fattori riguardanti il grado di *seniority* dei debiti convertiti. Infatti, riguardando spesso lo scambio un aggregato di creditori eterogenei sia per l'entità del credito fornito che per le caratteristiche del grado di garanzia su di esso, l'identità dei titoli offerti in cambio dovrebbe rispecchiare in qualche misura la *seniority* sul debito, aspetto particolarmente complesso dello del DES in quanto spesso risulta difficile se non impossibile riflettere ogni grado di subordinazione nell'offerta di *equity* corrispondente in ragione ancora dell'eccessivo grado di articolazione del capitale che si verrebbe a creare e delle caratteristiche di disparità intrinseche tra debito ed *equity*. Una clusterizzazione o raggruppamento dei crediti per classi con un certo grado di eterogeneità al loro interno risulta quindi inevitabile ai fini della realizzazione dello *swap* a discapito di quei creditori che, pur vantando un credito di maggiore qualità in termini di rischio, vengono messi sullo stesso piano a seguito dello scambio con creditori che non possono, invece, vantare determinati diritti di garanzia, ostacolo che in alcuni casi può risultare determinante per la stipula dello stesso accordo.

2.2.4 Lo *swap ratio*.

La quantità di azioni che viene riconosciuta ai creditori a fronte del loro debito è forse l'aspetto finanziario più impattante sul DES. Infatti, più alto sarà il valore del rapporto di scambio, maggiore sarà la perdita che banche e fornitori dovranno riconoscere immediatamente a bilancio. Inoltre, dovendo garantire agli azionisti pregressi dividendi futuri strettamente maggiori di 0 (altrimenti nullo sarebbe l'incentivo di quest'ultimi al salvataggio dell'impresa), la quota di capitale che i creditori si troveranno a possedere a seguito dello scambio risulterà sostanzialmente insensibile alla quantità di debito convertito. D'altro canto, maggiore è la quantità di debito convertito, maggiore sarà il rafforzamento finanziario dell'impresa e, indirettamente, maggiore sarà il valore delle stesse azioni. Non solo, maggiore sarà la forza finanziaria venutasi a creare, più consistente sarà l'incentivo ad entrare nel capitale per nuovi azionisti o all'erogazione di nuova finanza per nuovi creditori.

L'entità dello *swap ratio* deve poi tener conto in maniera sostanziale dell'articolazione anche temporale della ristrutturazione. Nella maggioranza dei casi si tratta di imprese non solo fragili dal punto di vista della solvibilità, ma soprattutto in perdita. Ecco che allora il piano di ristrutturazione, inquadrando le proiezioni sugli utili esercizio per esercizio, influenzerà l'entità e la dilazione temporale dello *swap*. L'abilità dell'azienda di servire il proprio debito è anche uno dei fattori determinanti i rapporti tra i creditori. Infatti, coloro che sono in grado di vantare una percentuale più alta di garanzia sul proprio credito saranno gli stessi che manterranno una percentuale maggiore della propria posizione creditizia sotto forma di debito. Maggiore sarà la quantità di debito non garantito, maggiore sarà, invece, lo *swap-ratio*, il quale rifletterà tale proporzione di esposizione non garantita. *Di conseguenza, l'ammontare di debito scambiato per equity di ogni banca sarà proporzionale alla loro perdita attesa in caso di liquidazione*⁵⁶

In ultima analisi è bene affermare che esistono dei limiti intrinseci alla conversione del debito. Infatti, qualsiasi banca dovrebbe evitare di convertire in capitale una quota tale del proprio debito da intaccare il valore della propria garanzia. Qualora, infatti, il valore della quota di debito rimanente in seno alla banca fosse minore rispetto al valore della garanzia sul credito originario, in caso di liquidazione la banca riceverebbe un rendimento più basso di quello che avrebbe potuto ottenere senza alcun accordo di ristrutturazione.

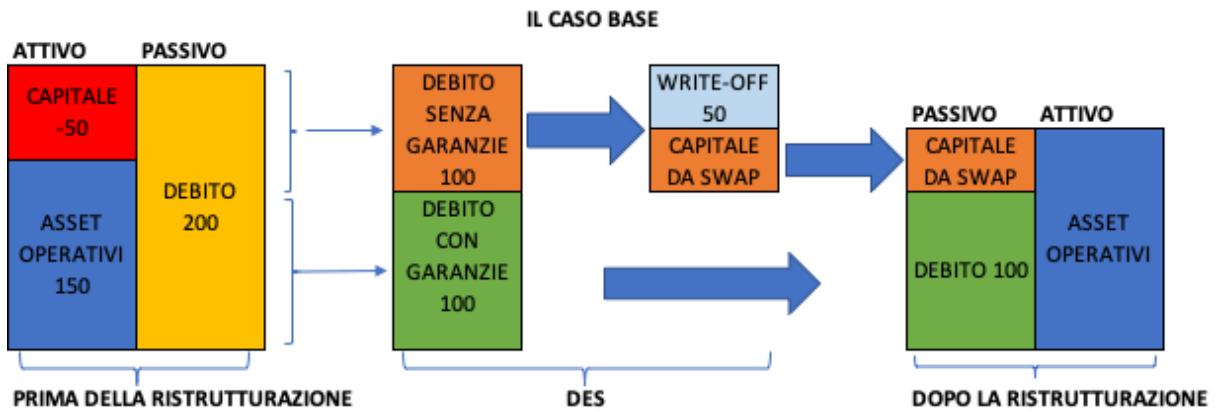
2.2.5 La proporzione di capitale per i creditori.

Una volta definito il rapporto di conversione è bene considerare che in un accordo DES, il valore di mercato del capitale è considerevolmente più basso di quello del debito. Una semplice conversione del debito di conseguenza diluirebbe in maniera quasi totale la quota di capitale posseduta dagli azionisti preesistenti. Nella pratica ciò, però, avviene molto raramente proprio perché ogni diluizione di capitale, compreso il DES stesso, deve passare attraverso l'approvazione dell'organo assembleare della società. Non solo, spesso i vecchi azionisti sono coinvolti nel processo di ristrutturazione attraverso nuovi conferimenti o altro genere di nuovi investimenti a loro carico e una percentuale iniqua del capitale a loro riservata annienterebbe il verificarsi di questa possibilità. Di fatto quindi, ai vecchi azionisti viene comunque garantita una proporzione sufficientemente alta di azioni, contrattata attraverso intense negoziazioni, mentre i creditori hanno l'interesse ad ottenere la quota più grande possibile di azioni una volta assicurato tale minimo garantito per i vecchi azionisti. Il fatto che una quota minima sia assicurata ai vecchi azionisti, soprattutto nel caso in cui questi siano chiamati ad investire

⁵⁶ Chatterji S., Hedges P., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, Ltd, 2001, 30 maggio

nuovamente nella società in stato di crisi, è dovuto anche alla necessità di assicurare un mercato “in salute” per quei titoli in particolar modo per quelli riguardanti *public company*. La maggior parte dei mercati regolamentati, tra cui ovviamente la Borsa di Milano, richiede, infatti, una percentuale minima di flottante libero, questo potrebbe influenzare la posizione di proprietà delle banche a seguito dello *swap*, le loro azioni, infatti, sarebbero caratterizzate da una proprietà concentrata e detenuta in un’ottica spesso di lungo periodo di pari passo con le esigenze temporali della ristrutturazione nella sua interezza e di conseguenza non rispettare i limiti sul flottante andando ad impattare direttamente sulla percentuale di azioni da essi detenuta. Sempre in riferimento alle società quotate, la proporzione di capitale per i creditori potrebbe essere influenzata anche dal valore di mercato corrente delle azioni quotate, il quale, spesso, funge da punto di inizio delle contrattazioni. In realtà, il prezzo quotato potrebbe dare un giudizio distorto del reale valore della società in quanto potrebbe già incorporare al suo interno anticipazioni sull’esito positivo dell’accordo di ristrutturazione, soffrire in generale della mancanza di perfetta informazione o essere frutto della valutazione di un mercato non liquido. La base delle negoziazioni dovrebbe essere, quindi, rappresentata maggiormente dal valore delle azioni per i vecchi azionisti che si progetta di maturare piuttosto che dal prezzo correntemente quotato. Altro fattore che può influenzare la proporzione di capitale allargato che i creditori negoziano è *l’exit strategy* dei creditori stessi i quali, nel caso sempre di società quotate, avendo magari intenzione di rientrare immediatamente del proprio investimento attraverso la vendita sul mercato secondario delle loro azioni, (sempre che la natura dell’accordo e il contratto sociale lo permettano) sarebbero eccezionalmente interessati a mantenere determinate caratteristiche di liquidità dei titoli ottimizzando la proporzione di azioni da mantenere presso il pubblico. Inoltre, come già anticipato in riferimento al rapporto di *swap*, ad influenzare la proporzione di capitale per i creditori è comunque la porzione di debito che i creditori convertono in *equity*, la quale sebbene non possa essere direttamente riflessa in una porzione di proprietà altrettanto grande per tutti i motivi elencati sopra, conferisce inevitabilmente una posizione di forza ulteriore ai creditori. Posizione di forza che però potrebbe essere affievolita dal *business* caratteristico dell’impresa. Un’impresa basata su servizi o in cui i dipendenti chiave sono anche azionisti può mettere in difficoltà la forza contrattuale dei creditori. Infine, le normative nazionali a protezione delle minoranze di azionisti possono vincolare significativamente l’accordo, soprattutto nell’ottica dei diversi *quorum* costitutivi e deliberativi riguardanti l’azionariato che influenzano incisivamente l’amministrazione della società.

2.2.6 Il caso base.

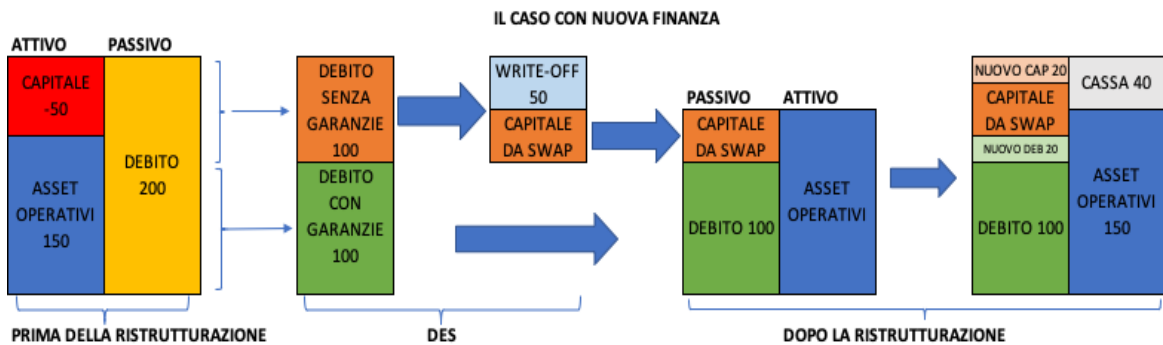


Fonte: Rielaborazione personale.

Passiamo ora ad una breve analisi di un'operazione di *debt-for-equity* swap esemplificativa per dare un'idea più semplice e pragmatica dell'oggetto di studio.

Assumiamo che il valore *entity* della società, ovvero dei suoi asset operativi, sia, a seguito del verificarsi della crisi, pari a 150 e che il valore del suo debito sia invece pari a 200 con la conseguenza di un capitale proprio negativo per 50. Sulla base di queste assunzioni si procede ad una ristrutturazione finanziaria basata sul DES in cui una parte del debito, essendo garantito, non è scambiato, una parte lo è e la restante è oggetto di un *write-off*. Ovviamente non viene riconosciuto alcun valore di recupero per gli azionisti anche se, talvolta, ciò può accadere come strumento per allargare il consenso e velocizzare l'operazione. La perdita di valore degli asset è quindi, in questo modo, spartita tra azionisti e creditori non garantiti i quali, però, vengono parzialmente ricompensati attraverso la proprietà dell'azienda.

2.2.7 Il caso con nuova finanza.

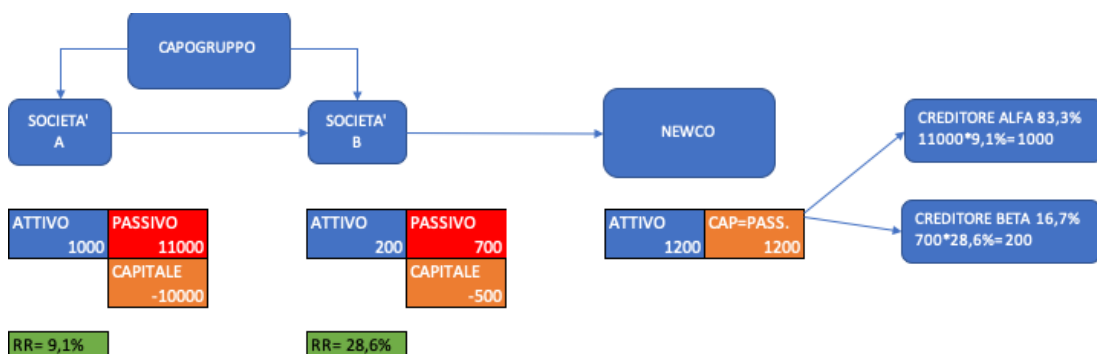


Fonte: Rielaborazione personale.

In una rappresentazione leggermente più articolata, la ristrutturazione avviene con l'apporto di nuovi fondi investiti sia attraverso l'apporto di nuova finanza (per 20) che di nuovo capitale

(sempre per 20). Un'ipotesi doverosa ai fini esplicativi in quanto più realistica dato che la società, essendo in crisi, necessita di liquidità finanziaria per mantenere le proprie funzioni operative e, soprattutto, poiché il DES ha principalmente una natura contrattuale e contabile a cui non corrispondono sostanziali flussi di cassa. L'apporto di nuova finanza è poi necessario alla realizzazione del piano industriale che accompagna la ristrutturazione il quale, verificherà in primis quali siano gli asset operativi dal valore prospettico, ma poi inevitabilmente avrà bisogno di nuove risorse necessarie al rilancio e al *turnaround* del complesso aziendale che deve essere riportato al funzionamento. Ecco che allora l'operazione si articola in tre fasi: nella prima si valuta l'*entity*, il debito garantito e non, il *write-off* e il debito scambiato, poi, una volta giudicata la servibilità del debito così delineato e armonizzato con i *cash-flow* previsti dal piano industriale, si attivano i nuovi fondi con i necessari aggiustamenti di bilancio.

2.2.8 Il caso con *newco* ed insolvenza.



Fonte: Rielaborazione personale.

Nella realizzazione di un'operazione di debito per azioni è frequente l'utilizzo di una nuova società che funge da contenitore dei rami dell'attivo dell'azienda in crisi che figurano come sani o strategici per l'azienda stessa. Si tratta di una soluzione applicabile sia nell'ambito di una procedura fallimentare che in un contesto di piena autonomia negoziale⁵⁷ con la dovuta accortezza del fatto che nella seconda ipotesi la conversione avviene come strumento preventivo dell'insolvenza, mentre nel primo è uno strumento di risoluzione ad insolvenza già avvenuta. Si tratta di una soluzione che ha anche l'intento di evidenziare una discontinuità, attraverso la nuova veste societaria, tra il prima e il dopo la crisi. La *newcompany* avrà all'attivo gli asset strategici delle due società in crisi e un passivo composto unicamente da capitale, suddiviso tra i creditori sulla base dei loro *recovery ratio* e dall'entità della loro esposizione nominale. Si tratta di un esempio particolarmente diffuso in casi di grande rilievo, soprattutto nel nostro paese, come il caso Parmalat ed Alitalia e come frequente via di realizzazione

⁵⁷ Forestieri G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2002, pp. 163-186

dell'operazione per i fondi specializzati in *distressed* bond. E' un caso che, inoltre, mette in evidenza come la conversione del debito abbia inevitabilmente un impatto sull'organizzazione del capitale, ma come il cambiamento della proprietà dipenda comunque dalla dimensione del debito non garantito e dalla capacità degli azionisti di reagire al tentativo di acquisizione attraverso la sottoscrizione di aumenti di capitale o il rifiuto di una totale diluizione del capitale in essere.

2.3 Il *debt-for-equity* swap come strumento di finanza straordinaria.

E' evidente a questo punto considerare il DES come una possibile modalità di acquisizione di una società *distressed*, acquisizione talvolta ostile tipica delle cosiddette operazioni di *loan-to-own* in cui un vulture fund (fondo "avvoltoio") prende il controllo di una società target in dissesto per mezzo dell'acquisizione di una posizione creditoria nei confronti della società stessa con l'obiettivo di convertirla poi in capitale di rischio in sede di ristrutturazione. Una acquisizione che magari sarebbe risultata impossibile altrimenti per via dell'opposizione dei suoi azionisti e che invece in queste modalità diventa sicuramente più agevole (se non obbligata in caso di insolvenza) e, oltretutto, a prezzi considerevolmente bassi in ragione dell'interesse delle banche, non specializzate in questo tipo di operazione e ristrutturazione, a liberarsi quanto prima dei propri crediti deteriorati.

2.3.1 I fondi avvoltoio.

Con il termine *vulture fund* si intendono l'insieme dei fondi chiusi d'investimento, principalmente di *private equity*, ma anche *hedge fund*, specializzati nell'investimento in realtà *distressed*, con il fine ultimo di acquistare a prezzi considerevolmente bassi società in crisi finanziaria per poi lucrare sul loro *turnaround*. Parafrasando le parole di Mark Rowan, uno dei partner fondatori del più celebre tra i fondi avvoltoio statunitensi, l' "Apollo Management", durante una sua intervista tenutasi presso la Wharton University della Pennsylvania, i fondi avvoltoio sono fondi che, abbandonando la tradizionale modalità di acquisizione del *private equity*, impiegano le proprie abilità di investimento nell'acquisto di titoli di debito, prestiti bancari e debito subordinato di imprese dai validi fondamentali le quali risultano, però, eccessivamente indebitate. Ciò attraverso specifiche modalità di attuazione, stragiudiziali e non, che hanno come risultato ultimo la presa di controllo di società, a questo punto, dalla struttura del capitale fondamentale buona e tutto questo ad ottimo prezzo.⁵⁸

⁵⁸ Intervista a Mark Rowan, partner fondatore del fondo Apollo Management, *The Best Returns Follows Chaos*, , www.knowledge.wharton.upenn.edu, Wharton University of Pennsylvania, 11 novembre 2009.

E' utile poi annoverare che gli investimenti in questo settore presentano opportunità di rendimento anticicliche rispetto all'andamento generale dell'economia, un'economia in decrescita, infatti, presenta per tali fondi una notevole opportunità di guadagno dal momento che, proprio in situazioni di questo genere, sarà maggiore il numero delle imprese economicamente sane, ma in dissesto finanziario, la cui valutazione è potenzialmente distorta al ribasso in relazione al trend generale della crisi in atto.

I fondi avvoltoio in genere adottano diverse strategie d'investimento sia passive, ovvero il *trading* e la speculazione su titoli di debito e azionari scambiati a livelli di prezzo molto più bassi rispetto al loro valore nominale e poi rivenduti in tempi brevi lucrando sulla loro semplice sottovalutazione (strategia preferita dagli *hedge fund*), sia attive, le quali invece, come esposto prima, mirano alla presa di possesso della *governance* della società attraverso l'azione solitaria per mezzo dell'acquisito status di creditore garantito (grazie al DES) o l'azione di concerto, sempre in qualità di finanziatore garantito, all'interno di un comitato di creditori.⁵⁹

Approfondendo ciò che caratterizza invece le "prede" di tali fondi avvoltoio è utile sottolineare, nell'ottica della presente tesi, che tali fondi mirano ad acquisire proprio quelle società più propense al *turnaround* ed è in qualche modo curioso constatare che la società oggetto di studio di questo elaborato, Retelit, sia sfuggita a tale classificazione non avendo vissuto nel suo processo di rinascita l'entrata nel capitale di un *vulture fund* per dei motivi che saranno successivamente spiegati nel prossimo capitolo. Si tratta, in generale, di società target definite come "*Special Situations*" ovvero appartenenti a due categorie: le *special situations* in senso stretto, ossia società in crisi finanziaria appartenenti ad un gruppo in dissesto o *special situations* in senso più ampio, comprendente *imprese con problemi economici temporanei o comunque transitori, suscettibili di probabile esito positivo*⁶⁰, cioè le cosiddette "*good businesses with bad balance sheets*".

Il numero dei fondi avvoltoio italiani è, però, piuttosto irrisorio. La maggior parte di essi, nonché quelli di maggiore successo sono infatti statunitensi, per via di una non trascurabile esperienza che la realtà americana ha sviluppato nel corso degli anni in questo settore, in ragione di una normativa, in tema di diritto fallimentare, il celeberrimo *Chapter 11* intitolato "*The Reorganization*" facente parte del *US. Bankruptcy Code* del 1978 che per primo ha previsto la possibilità di una continuità aziendale nonostante lo stato di insolvenza e che è finito per diventare la sorgente d'ispirazione di gran parte delle normative occidentali in materia di ristrutturazioni.

⁵⁹ Gaudiosi L., *Il Ruolo dei vulture fund nelle ristrutturazioni finanziarie e nella gestione dei crediti in sofferenza: aspetti operativi e di mercato*. Tesi di Laurea in Business Administration & Corporate Finance, LUISS, a.a. 2015/2016

⁶⁰ Danovi A., Legnani R., Ceruti F., Mazzucchelli A., *Interventi degli operatori di "Private Equity" nelle "Special Situations"*, in *Crisi d'impresa - sistema Frizzera-*, Il Sole 24 ore, novembre 2011

2.3.2 La forza contrattuale dei fondi avvoltoio.

Nelle acquisizioni di questa natura il potere contrattuale dei vulture fund si esplica in molteplici sfaccettature sia prima, durante, che successivamente al processo di ristrutturazione, motivo per il quale tale tipo di strategia risulta particolarmente interessante.

Procedendo a ritroso, a seguito del processo di ristrutturazione e di un *turnaround* di successo, la società precedentemente in crisi potrà ora godere in una situazione finanziaria più vantaggiosa in cui il debito residuo è considerevolmente più basso e il complesso aziendale è tornato al funzionamento. I vecchi creditori divenuti azionisti, però, che nella maggior parte dei casi sono costituiti da istituti bancari, soffrono, in Italia così come in altri contesti, di specifici vincoli normativi alla partecipazione azionaria. In virtù del *principio di separatezza* delle attività economiche, infatti, che disciplina la divisione *dei centri dei poteri di decisione, dei compiti e delle responsabilità del loro esercizio*⁶¹ tra le attività in questione e confermato espressamente a livello europeo dal TUBC, impone dei limiti sia alla partecipazione *alle banche* nell'art. 19.6 (*“i soggetti che, anche attraverso società controllate, svolgono in misura rilevante attività d'impresa in settori non bancari né finanziari non possono essere autorizzati ad acquisire azioni o quote che comportano, unitamente a quelle già possedute, una partecipazione superiore al 15 per cento del capitale di una banca rappresentato da azioni o quote con diritto di voto o, comunque, il controllo della banca stessa”*) sia limiti alla partecipazione *delle banche* in società “non strumentali” ovvero imprese non finanziarie che non svolgono attività bancaria o assicurativa (*non oltre il 15% della società partecipata con certi limiti rispetto al patrimonio di vigilanza: Istruzioni di vigilanza, Tit. IV, cap. 9*)⁶². Le ragioni di questo limite sono gli inevitabili rischi di conflitto di interesse e misallocazione del risparmio verso i quali sarebbe suscettibile un istituto bancario controllato da un gruppo di natura preminentemente industriale (questo, infatti, potrebbe influenzare se non determinare le azioni stesse della banca nell'allocazione del credito verso le imprese facenti parte del gruppo, potenzialmente con condizioni fuori mercato a rischio dei risparmiatori). Rischi verso i quali sarebbe vulnerabile anche un istituto bancario con investimenti eccessivi in imprese non finanziarie in ragione, in questo caso, sia del conflitto di interesse precedentemente identificato, sia dei vincoli normativi di bilancio che disciplinano la quantità di rischio assumibile dalla banca e la natura di quest'ultimo. In ultima analisi, è però necessario aggiungere che tale limite

⁶¹ Bankpedia, associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa, *Principio di separatezza*, <http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21773-principio-di-separatezza>.

⁶² Ibid.

partecipativo è stato progressivamente affievolito nel nostro paese dalle autorità preposte, già dall'inizio degli anni Settanta del secolo scorso, infatti, fu reso possibile, tramite la legge n°787 del 1978, la partecipazione senza vincoli degli istituti bancari in imprese non finanziarie in stato di crisi all'interno di società consortili destinate a gestire il processo di ristrutturazione di tali imprese. Appare quindi evidente come molto spesso, a seguito di un *turnaround* di successo, decaduto lo stato di crisi dell'impresa partecipata, gli istituti bancari siano vincolati a cedere tali partecipazioni creando un'opportunità per i fondi avvoltoio i quali possono ottenere così notevoli agevolazioni di prezzo, facendo leva oltre che sui vincoli normativi, anche sulla natura di questi investimenti, esterni al modello di *business* bancario che tali partecipazioni rappresentano. Salendo più a monte, ossia all'interno del processo di ristrutturazione stesso, il potere contrattuale dei *vulture fund* si esprime verso gli azionisti della società target. Acquisiti, infatti, i crediti deteriorati della società dalle banche, i *vulture fund* possono agire in maniera negoziale o legale nei confronti degli azionisti per obbligarli alla cessione delle proprie quote. Le alternative a disposizione dei vecchi azionisti sono, a questo punto, poche: o acconsentono liberamente, negozialmente e più velocemente, tramite DES stragiudiziale, all'ingresso nel capitale dei *vulture* accusando comunque una diluizione molto importante delle proprie quote, oppure decidono di intraprendere le misure previste dalla Legge Fallimentare, in cui i *vulture* avrebbero comunque un peso preponderante attraverso il comitato dei creditori, oppure, in ultima sintesi, arrivare alla liquidazione dell'impresa in crisi, evento verso il quale ovviamente gli azionisti rappresentano il soggetto più fragile. Infine, salendo ancora più a monte, ovvero *prima* della ristrutturazione dell'impresa in crisi, il potere contrattuale dei fondi avvoltoio si esprime nei confronti delle banche. Gli istituti bancari, infatti, soprattutto nel contesto italiano di un paio di anni fa, in cui la mole di NPL (*non performing loans*) era considerevole e diffusa tra tutti gli istituti di credito, hanno adottato imponenti politiche di smaltimento di questi, consentendo ai fondi in questione un ampio mercato e considerevoli margini di intervento anche nei confronti di aziende dai validi fondamentali di fatto acquisite a dei prezzi irrisori, ma che alle banche consentivano, in tempi immediati, di recuperare almeno una quota dei propri crediti deteriorati.

2.3.3 La strategia *loan-to-own*.

Avendo già delineato precedentemente i caratteri fondamentali della strategia *loan-to-own* è bene scendere ora un po' più nel dettaglio cercando di individuare quando e come (attraverso un modello esemplificativo), un fondo avvoltoio adotti tale strategia di investimento. Innanzitutto, è bene aggiungere che l'acquisito di una posizione debitoria da parte del fondo può avvenire sì per la conversione di questa in capitale azionario e la susseguente *governance*

della società, quanto con l'intento, da parte del fondo, di appropriarsi dello specifico asset sottostante come garanzia del rapporto di credito. Ciò avviene più frequentemente negli Stati Uniti in cui la normativa vigente prevede un istituto denominato “*credit bid right*” il quale consiste nel diritto, da parte del creditore, di formulare un'offerta per il bene posto a garanzia del credito usando come mezzo di pagamento l'estinzione del credito stesso. Tale offerta è comparabile con quella di altri investitori interessati all'acquisto, ma gode di un non trascurabile vantaggio in ragione delle particolari condizioni di acquisto del credito deteriorato, avvenuto fortemente a sconto rispetto al suo valore figurativo e rispetto al valore fondamentale dello stesso *collateral* la cui svalutazione ha contribuito al deterioramento del credito. Il valore nominale del credito, quindi, offerto come mezzo di pagamento è solitamente di gran lunga maggiore del valore dell'asset in garanzia ed appare evidente quanto sia improbabile un'offerta alternativa altrettanto superiore al valore di mercato del bene quanto il valore nominale del credito che esso garantisce.⁶³ Il fondo può quindi appropriarsi dell'asset strategico acquistando dapprima il debito sovrastante, il quale però ci si aspetta sia ragionevolmente scambiato ad un valore sì deteriorato, ma in maniera meno consistente, proporzionalmente al valore finanziario del *credit bid right*. Ciò, però, non esclude le possibilità di speculazione a riguardo del fondo, il quale può comunque sfruttare la necessità da parte delle banche di cedere i propri crediti deteriorati senza assumersi ulteriori rischi e sfruttare le consuete opportunità che può avere l'acquisto di un asset strategico, il quale può risultare sinergico per la società che gestisce il fondo stesso o per una sua partecipata.

Tuttavia, l'intento principale e più comune di un'operazione di *loan-to-own* rimane quello di acquisire la proprietà e la *governance* della società target. Il potere di influenzare la *governance* può però esprimersi, da parte del fondo, anche aldilà dell'ingresso del capitale attraverso l'apposizione di clausole al contratto di debito della società in crisi e vincolanti in qualche maniera la gestione amministrativa, come la chiusura di un business poco profittevole, oppure attraverso l'influenza che il possessore della *fulcrum* security detiene nella progettazione del piano di ristrutturazione dell'azienda.

In generale, una strategia di questo tipo rappresenta un impegno a lungo termine da parte dell'investitore sia durante la ristrutturazione che prima, in relazione all'approfondita attività di *due diligence* che quest'operazione richiede.

Come già descritto prima, le società target di una *loan-to-own* sono archetipi particolari, non facili da individuare soprattutto in condizioni di mercato normali (situazione drasticamente differente durante una crisi economica). Si tratta, infatti, di società in “*special situations*”, la

⁶³ Gaudiosi L., *Il Ruolo dei vulture fund nelle ristrutturazioni finanziarie e nella gestione dei crediti in sofferenza: aspetti operativi e di mercato*. Tesi di Laurea in Business Administration & Corporate Finance, LUISS, a.a. 2015/2016

cui gestione finanziaria sia stata gestita in passato in maniera erronea, caratterizzate da buoni fondamentali e potenziale di crescita industriale ed in qualche modo propense ad accettare uno *debt-for-equity swap* e la conseguente diluizione di capitale.

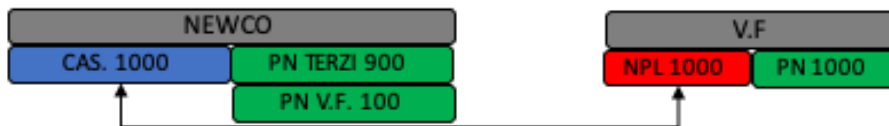
Le modalità di esecuzione tipiche di una strategia di *loan-to-own* da parte di un fondo prevedono ovviamente, un DES, ma anche la costituzione di una *Newco* con modalità leggermente diverse da quelle viste nei paragrafi precedenti, operazioni di questo tipo, infatti, prevedono spesso anche terzi investitori che operano in concerto col fondo.

Il modus operandi tipico si articola in tre fasi, in questa sede considerevolmente semplificate ai fini esplicativi:

I Fase: l'acquisto degli NPL del *vulture fund* (V.F) dalla banca.



II Fase: costituzione della società veicolo, raccolta fondi terzi investitori e cessione degli NPL.



III Fase: Swap del debito posseduto dalla new nel capitale della società target.



Fonte: Rielaborazione personale.

2.4 Casi di turnaround: il settore del trasporto marittimo.

Prima di analizzare il caso Retelit, concludiamo l'analisi di questo capitolo sul DES, con alcuni esempi di risanamento finanziario che, in linea di massima, si sono conclusi positivamente, focalizzati su un particolare settore dell'economia che è quello dei trasporti via mare.

Quanto accaduto e sta accadendo in quest'ambito è però motivo di riflessione sulle conseguenze che si sono generate a seguito di operazioni di conversione di debito in azioni, in particolar modo su come il mercato dello *shipping* stia cambiando a seguito dell'entrata in scena di operatori con caratteristiche completamente diverse rispetto a quelli esistenti nella storia della navigazione commerciale.

2.4.1 Peculiarità del settore trasporti via mare.

Nella nostra analisi affronteremo, nell'ambito dello *shipping*, il settore relativo al trasporto di merci (sia alla rinfusa che solide), tralasciando la parte crocieristica (*cruising*) non interessata alle situazioni oggetto della nostra ricerca.

Le imprese armatoriali, come è intuibile, sono aziende *a capital intensive*, con una leva finanziaria molto alta che, fino al 2009, arrivava anche all'80% e con un settore bancario molto fiducioso sulle prospettive di redditività del mercato dello *shipping* perché caratterizzato, specialmente nel passato, da una forte redditività. Un altro elemento che favoriva il credito bancario era ed è l'elevato valore di garanzia offerto dalla nave stessa. Peraltro, per attenuare il tema della responsabilità per danni da inquinamento, che purtroppo ha caratterizzato il settore cisterniero petrolifero, vi è stata spesso la tendenza degli armatori a costituire il binomio “*one-ship-one-company*”, vale a dire costituire una società indipendente per ogni nave di proprietà, che poi vedremo ha permesso, con l'acquisizione del credito bancario da parte dei *private equity* e la sua conversione in capitale, il possesso e la gestione della nave oggetto di garanzia.

E' un mercato comunque ciclico la cui durata varia fra i 5 e i 7 anni ⁶⁴e anch'esso a partire dal 2007 ha subito gli effetti della crisi dell'economia globale.

Un'altra peculiarità importante di questo settore è quello della presenza di una forte componente familiare nell'assetto di *governance* societaria, dove, per molto tempo, si sono sovrapposti i ruoli di proprietà e imprenditorialità, Ciò non ha favorito la crescita di tali imprese, nonostante la volontà della “famiglia” proprietaria imprenditrice, per garantire continuità nel tempo alle varie generazioni, di orientare i propri obiettivi sul lungo periodo. Non vi è stata però una visione strategica del business, magari più aperta al mercato, facendo ricorso all'azionariato

⁶⁴ Cfr., AA. VV., *Private Finance.*, pubblicato in www.srm-maritime economy.com (2014).

diffuso. Non a caso in Italia sono state e sono pochissime le società armatoriali quotate in Borsa. I comportamenti degli armatori hanno risentito di questa “visione” limitata orientandosi verso scelte dettate da entusiasmi momentanei, come quello di investire massicciamente, come è avvenuto nel passato, nei periodi di noli alti per un eccesso di domanda rispetto all’offerta e conseguentemente assistere e subire, con l’entrata non modulata di nuovo naviglio sul mercato, ad una profonda depressione dei noli (la cosiddetta crisi dei noli per eccesso di stiva).

Per poter meglio comprendere, infine, quanto avvenuto a seguito della crisi di settore e delle successive ristrutturazioni finanziarie che hanno interessato il 90% delle imprese armatoriali italiane, occorre però delineare gli aspetti tipici gestionali di quest’ultime.

Innanzitutto, la gestione di una tradizionale impresa armatoriale è focalizzata prevalentemente su tre aree di interesse. Quella finanziaria in grado acquisire tramite il credito la proprietà delle navi necessarie al *business*, la gestione tecnica che riguarda l’organizzazione degli equipaggi, la manutenzione del mezzo navale e tutte le altre attività operative che permettono l’utilizzo di esso e la gestione commerciale che si occupa dell’impiego della nave sul mercato, attraverso le diverse tipologie di contratti che vedremo successivamente. Ciò che qualifica la figura di armatore è senza dubbio la gestione tecnica, la competenza del settore risiede proprio in essa, ma è chiaro che la capacità di saper vendere i propri servizi rappresenta un fattore di successo dell’impresa. Questa distinzione è utile per meglio comprendere anche le dinamiche che si sono sviluppate nell’ambito delle ristrutturazioni attraverso l’acquisizione della disponibilità delle navi da parte dei veicoli creati dai fondi di investimento.

Ogni armatore può avere punti di forza nell’ambito tecnico piuttosto che in quello commerciale o viceversa. Ciò che porta ricavi all’azienda è certamente però la capacità di poter impiegare pienamente la propria nave, anche se un’oculata gestione tecnica comporta minori costi che possono permettere una maggiore “vendibilità” dei propri servizi. La gestione tecnica di una nave si può però esercitare concedendo anche in *out sourcing* a terzi specializzati tale attività, permettendo così all’armatore di concentrarsi meglio sul mercato dei noli e, cogliendo opportunità offerte dal mercato, su quello delle acquisizioni di naviglio o costruzioni di nuove unità. Infatti, vedremo successivamente, come i veicoli creati da alcuni fondi hanno preferito lasciare all’armatore la gestione tecnica curando direttamente la gestione commerciale.

Un’ultima peculiarità dello *shipping* da considerare è quella relativa alle modalità di impiego delle navi e alla contrattualistica commerciale conseguente ad esso.

Le navi possono essere noleggiate interamente a tempo oppure a viaggio o affittando spazi nella stiva. Mantenendoci nell’ambito del mercato cisterniero petrolifero, gli armatori tendono a cedere ai trader o alle imprese petrolifere le proprie navi con contratti a *time charter* riscuotendo una rata (solitamente espressa in \$/giorno) che deve ripagare almeno i costi finanziari, generali

e quelli della gestione tecnica dell'unità. Il noleggiatore ha il compito di impiegare la nave per vendere i propri carichi franco destino, oppure rifornendo le proprie raffinerie e/o depositi. In tal modo egli sostiene i cosiddetti costi variabili rappresentati dal carburante per muovere la nave e le spese portuali per l'ormeggio di essa nei terminali per permettere la consegna del carico tenuto a bordo.

In questo modo l'armatore si è assicurato un margine per un periodo certo determinato dalla durata del contratto.

L'armatore può noleggiare la nave anche per un solo viaggio o per più viaggi consecutivi. In tal modo dovendo curare tutta l'operatività del mezzo, gestirà e sopporterà anche i costi variabili (*bunker* ed oneri portuali) ricevendo dal noleggiatore un nolo determinato dal mercato.

Ovviamente la crisi del settore deriva dall'incapacità dei noli *time charter* e dei noli *spot*, che normalmente sono fortemente correlati, di permettere il recupero dei costi e la realizzazione di un guadagno. Nulla vieta al noleggiatore *time charter* di subnoleggiare a sua volta la nave a tempo o a viaggio lucrando su un diverso andamento del mercato. Questa è stata l'attitudine prevalente di grossi trader petroliferi che sono passati dalla compravendita di greggio e prodotti a quella dei noli (*freight trading*).

2.4.2 I casi di ristrutturazioni finanziarie con *debt-for-equity swap* nel settore dello *shipping*.

Prima di affrontare alcuni casi significativi di ristrutturazione finanziaria a seguito di conversione in capitale di debiti, è opportuna una breve panoramica sul contesto nel quale si sono sviluppate le situazioni che andremo ad analizzare.

I primi due istituti di credito italiani Unicredit e Intesa Sanpaolo nel 2016 controllavano il 50% dell'esposizione finanziaria delle società di *shipping* con quasi 7 miliardi di euro di impieghi. A seguire con notevole distanza il Monte dei Paschi di Siena con 1 miliardo più altre banche popolari.⁶⁵

La crisi del settore bancario e dei noli ha innescato una serie di insolvenze a catena. Le banche hanno quindi catalogato fra gli NPL le esposizioni creditizie nei confronti delle società armatoriali. Oltre il 70% dell'esposizione finanziaria delle banche verso lo *shipping* (13 miliardi) al 2016 era costituito da crediti incagliati.

In questo contesto, iniziano a comparire i *vulture funds* (fondi avvoltoio). Si stima che abbiano rilevato questi crediti pagando in media con uno sconto di circa il 40%.⁶⁶

⁶⁵ Cfr., Capuzzo N., intervista ad avv. Antuori, *Shipping and Law* edition 2016., in *Ship to Shore* (2016).

⁶⁶ Citato nota 41

I fondi di investimento stranieri acquisiscono in questo contesto una sempre più determinante presenza nel settore marittimo italiano, con l'obiettivo, in gran parte, riuscito di accaparrarsi buona parte del settore armatoriale nostrano.

2.4.2.1 Il caso Pillarstone Italy e Premuda.

La compagnia genovese Premuda, nata negli anni '70 da quel che è rimasto del colosso statale Finmare, controllata dalla famiglia di armatori Rosina, ma partecipata da istituzioni finanziarie di primo piano come Generali, è stata una di quelle poche società armatoriali quotata alla Borsa di Milano. Negli ultimi anni (fino al 2016) la società, attiva nel trasporto di rinfuse sia secche (carbone, minerale di ferro, ecc..) che liquide (petrolio e prodotti derivati) con una flotta di 18 navi, ha accumulato debiti con le banche che, durante la crisi del settore, non è stata più in grado di onorare. L'esposizione è arrivata a 335 milioni di euro, ed è a questo punto che è entrata in scena Pillarstone Italy. Il veicolo, appositamente costituito dal colosso americano del *private equity* KKR per cogliere opportunità di investimenti nello *shipping* italiano, è riuscita ad acquisire, nel luglio 2016, per 250 milioni di euro, il debito di Premuda dalle banche Unicredit, Intesa e Carige mentre, alla fine dell'anno, ha raggiunto un accordo con la società per trasformare i propri crediti in capitale sociale. Dopo un aumento di capitale riservato da 20 milioni di euro, il 31 marzo 2017 Pillarstone Italy diventa azionista unico di Premuda, che viene delistata da Piazza Affari. Alla famiglia Rosina viene lasciato comunque il vertice della società che però di fatto è nelle mani della Pillarstone Italy.⁶⁷

Interviene però successivamente un'importante novità. Dopo aver acquisito di fatto il controllo di Premuda, Pillarstone procede con un progetto di trasformazione di essa in piattaforma armatoriale di gestione tecnica, ma soprattutto commerciale costruita proprio intorno a tale società, aggregando in sostanza il naviglio reperito con operazioni sempre di *debt-for-equity swap* (DES) e con l'obiettivo, anche, di riportare la società ad essere quotata in Borsa.

Nel voler perseguire questo obiettivo, Pillarstone Italy si rende successivamente protagonista di un'altra operazione, simile a quella di Premuda. La società target è la Rizzo Bottiglieri De Carlini Armatori, compagnia di Torre del Greco con una flotta di 16 navi tra unità cisterna (per il trasporto di prodotti liquidi) e porta rinfuse (carbone, minerale, ecc..) e un'esposizione debitoria che al tempo dell'operazione sfiora il miliardo di euro, di cui 890 milioni di debito bancario. Già nel 2015 viene definito un piano di ristrutturazione con l'apertura di una procedura di concordato preventivo in continuità che viene però respinto. A questo punto Banco

⁶⁷ Cfr., Capuzzo N., Armatori in crisi: le compagnie navali sono terra di conquista per i fondi, *Business Insider*.(29/7/2017)

di Napoli (Intesa) ed Mps, senza avvisare la società, cedono i loro crediti rispettivamente 246 milioni e 314 milioni di euro a Pillarstone Italy, che dopo pochi giorni avanza istanza di fallimento nei confronti di RBD Armatori, scatenando forti polemiche. Dopo pochi giorni, infatti, l'assemblea sostituisce tutti i vertici della società con nuovi manager di gradimento anche dei creditori finanziari, il cui obiettivo comunque resta quello di risanare l'azienda proponendo al Tribunale un nuovo piano di concordato preventivo. Interviene successivamente un altro fondo (Reuben Brothers), ma sostanzialmente si arriva alla notizia di metà gennaio 2019 dove si apprende che la Pillarstone Italy acquisisce 5 unità da RBD facendole poi confluire in Premuda, che sta gradualmente assumendo la dimensione voluta dal Fondo KKR.

Premuda viene appunto trasformata da Pillarstone Italy in una nuova tipologia di società armatoriale che prende in gestione tecnica e commerciale navi acquisite attraverso operazioni di *debt-for-equity swap*.

Premuda nel 2018 ha infatti registrato un giro d'affari di 36,2 milioni di euro, con un EBITDA che è salito a 10,9 milioni di euro, battendo sia le attese sia i risultati del 2017, e con un EBITDA margin che è raddoppiato dal 2017, toccando il 30%. E a valle dei buoni risultati del bilancio 2018, la società ha anche acquistato con modalità diverse da quelle viste precedentemente della una nuova nave cisterna da DM Shipping (*joint venture* fra d'Amico International Shipping e Mitsubishi), per un prezzo superiore ai 16 milioni di dollari.⁶⁸

Premuda sta proseguendo quindi in una fase di vero e proprio sviluppo e posizionamento strategico supportato dall'azionista.

2.4.2.2 Il caso Dea Capital Alternative Funds.

Il Fondo di *private equity* milanese appartiene al gruppo De Agostini ed entra in scena nel 2018 acquisendo NPL da Banco Bpm, Ubi e Banca Ifis per 200 milioni di dollari. Con tale operazione ha portato a compimento 4 ristrutturazioni finanziarie relative a 6 navi e sono in corso altre 3 ristrutturazioni per ulteriori 6 navi. L'obiettivo del Fondo è quello di acquisire la gestione commerciale delle navi massimizzandone l'impiego usufruendo delle competenze ottenute attraverso "l'arruolamento" di *ex chartering* manager di altre società armatoriali. Per ogni unità è stata creata una società veicolo e quelle finora in gestione sono state impiegate in contratti *time charter* che assicurano come sopra evidenziato un margine quasi certo per la durata del contratto.

La Dea Capital ha lasciato la gestione tecnica in mano agli armatori originariamente proprietari perché interessata a valorizzare l'impiego delle navi. Le situazioni ancora aperte dovrebbero

⁶⁸ Cfr., Magri V., Premuda torna a comprare, in *BeBeez* (26/6/2019)

portare altre unità, ma non sempre il fondo è riuscito nelle 4 situazioni chiuse a conseguire il controllo dell'unità, questo perché l'armatore in questione (Motia Compagnia di Navigazione) ha saputo rifinanziare il debito e liquidare Dea Capital che è rientrata del suo credito.⁶⁹

2.4.3. Conclusioni in merito ai casi di *turnaround* del settore marittimo.

In conclusione, questi fondi di investimento hanno adottato modelli d'azione originali nello *shipping*, probabilmente perché il settore ha favorito questo tipo di iniziative al di là della crisi finanziaria.

Innanzitutto, la ciclicità del settore ha fatto sì che cogliendo il momento giusto per iniziative di investimento, magari agendo in controtendenza, si potesse poi godere dei momenti “*bullish*” del mercato. Come precedentemente affermato esistono probabilmente armatori che hanno il loro punto di forza nella gestione tecnica, ma hanno sbagliato nelle scelte commerciali con politiche di investimento e di impiego delle navi realizzate in modo sbagliato.

Questi aspetti sono stati colti dai fondi di investimento interessati, che hanno cercato di cogliere opportunità di ristrutturazioni con quelle società armatoriali che avevano comunque dei punti di forza sui quali far leva per un eventuale rilancio.

Il *turnaround*, come è potuto avvenire nel caso di Premuda, nasce probabilmente da queste situazioni. Erano state fatte scelte sbagliate dal management precedente, ma vi era comunque una competenza imprenditoriale rilevante.

Rimane comunque un'interpretazione degli operatori di settore, su quanto è avvenuto con l'ingresso di questi veicoli turnaround, non totalmente positiva. Vi è inoltre il dubbio sul perché gli istituti di credito italiani non abbiano curato direttamente questa funzione poi assolta dalle società veicolo dei fondi di investimento esteri. Probabilmente “manca una cultura e una capacità nel gestire i processi di ristrutturazione finalizzati al recupero di valore”. La decisione di smaltire con forti sconti gli NPL hanno di fatto portato alla distruzione di valore per gli azionisti delle stesse banche.⁷⁰

⁶⁹ Cfr. Le attività di DEA Capital nello Shipping., *Private Capital Today* (7/10/2019).
https://www.aifi.it/private_capital_today/1556906-le-attivita-di-dea-capital-nello-shipping, visto l'11/02/2020

⁷⁰ Cfr., Vettosi F., Intervista di Capuzzo N., in “www.trasportoeuropa.it” (13/6/2018)., visto l'11/02/2020.

CAPITOLO III

IL CASO RETELIT

Sommario: 3.1 L'azienda. - 3.1.1 Struttura societaria. - 3.1.2 Struttura organizzativa. - 3.1.3 I servizi. - 3.1.3.1 Servizi di telecomunicazione. - 3.1.3.2 Servizi di *Data Center* e *Cloud*. - 3.1.3.3 Servizi di sicurezza informatica. - 3.1.3.4 Servizi di infrastruttura. - 3.2 Il settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. - 3.2.1 Il Piano Nazionale Impresa 4.0 e il Piano Strategico Banda Ultra-Larga. - 3.3 Principali performance finanziarie della società. - 3.3.1 I primi nove mesi del 2019. - 3.3.1.1 Conto economico. 3.3.1.2 Stato patrimoniale. - 3.3.1.3 Gli anni recenti. - 3.4 La ristrutturazione e il turnaround. - 3.4.1 La storia. - 3.4.2 Gli accordi per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del debito. - 3.4.3 La composizione debitoria del Gruppo ePlanet. - 3.4.4 Il Piano di ristrutturazione del debito. - 3.4.5 L'evoluzione della gestione allora prevista. - 3.4.6 L'evoluzione della gestione realmente verificata. - 3.4.7 Alcune considerazioni sulla ristrutturazione il *turnaround*. - 3.4.8 L'integrazione verticale tra aziende - 3.5 Il futuro di Retelit. - 3.5.1 Le recenti acquisizioni.

3.1 L'azienda.

Retelit, Reti Telematiche Italiane S.p.A. è uno dei *principali operatori italiani di servizi dati ed infrastrutture nel mercato delle telecomunicazioni*⁷¹. E' stata fondata nel 1996 a Prato con il nome di Planetnetwork S.p.A., come operatore di telefonia fissa, poi nel '99 si è trasformata in ePlanet⁷² e dal 2000 è quotata presso la Borsa di Milano, dal 26 settembre 2016 nel segmento STAR, il segmento dedicato ai titoli di società con capitalizzazione tra 40 milioni ed un miliardo che soddisfano requisiti di eccellenza in termini trasparenza, flottante e rispetto di standard internazionali per la *corporate governance*.⁷³ Le infrastrutture in fibra ottica della società si estendono per 12.500 km (320.000 km in termini di cavi) collegando 10 reti metropolitane in tutto il paese e 15 Data Center di proprietà⁷⁴, raggiungendone e collegandone un totale di 41 e mettendo in rete circa 4000 siti internet. L'attività di Retelit si estende largamente oltre i confini nazionali, in *primis*, attraverso un ring paneuropeo con Pop (*Point of presence*, nodi attivi dell'infrastruttura di rete, che ospitano gli apparati trasmissivi e di *routing* e permettono alla rete di funzionare) a Francoforte, Londra, Amsterdam, Parigi, Marsiglia e New York arrivando fino al New Jersey. In *secundis*, come membro del consorzio AAE-1 (*Africa-Asia-Europe-1*), il quale gestisce un cavo in fibra ottica sottomarino che collega l'Europa all'Asia, passando per il

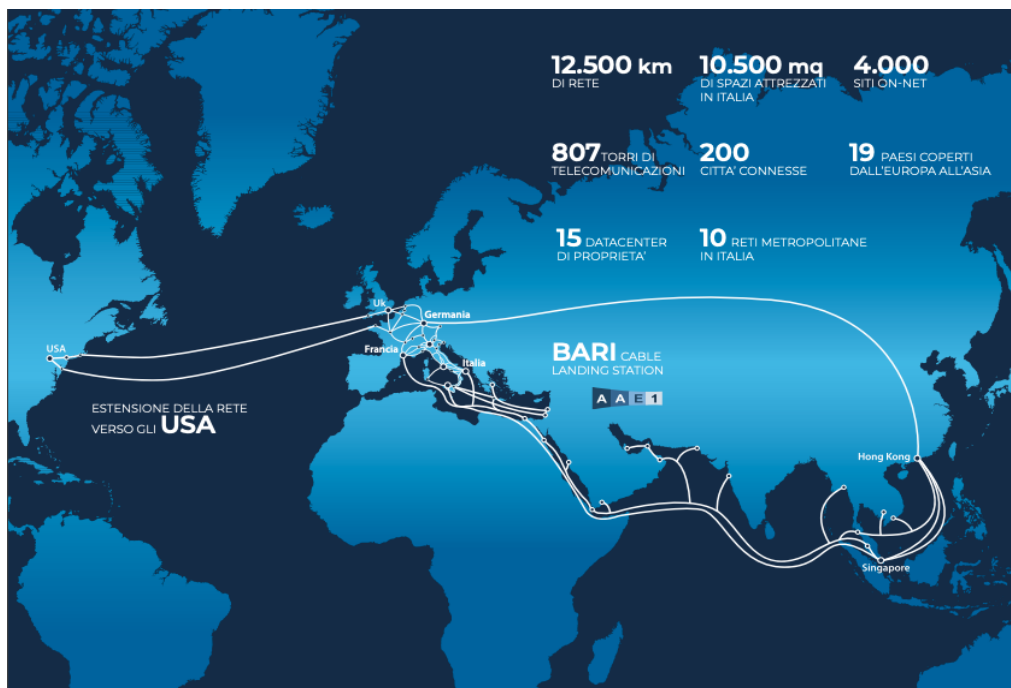
⁷¹ Borsa Italiana, *Company Profile*, <https://www.borsaitaliana.it/companyprofile/pdf/it/438.pdf>, 30 gennaio 2020.

⁷² Sole 24 ore, *Argomenti, Retelit.*, https://argomenti.ilsole24ore.com/retelit.html?refresh_ce=1, 24 febbraio 2016

⁷³ Borsa Italiana, *Company Profile*, <https://www.borsaitaliana.it/companyprofile/pdf/it/438.pdf>, 30 gennaio 2020.

⁷⁴ Retelit S.p.A, *Company Overview*, Milano, 2019.

Medio Oriente, sviluppandosi lungo 19 Paesi da Marsiglia a Hong Kong ed emergendo in Italia presso la *landing station* di proprietà a Bari. Inoltre, Retelit, attraverso un *Data Center* collocato a Carini (PA), è membro anche del consorzio “*Open Hub Med*” fondamentale per le telecomunicazioni digitali nel Mediterraneo. Infine, dal novembre 2018, l’azienda è membro della *Next Generation Enterprise Network Alliance* (NGENA) ovvero l’*alleanza globale di operatori di telecomunicazioni nata per condividere i network proprietari dei membri e fornire una rete di connettività dati globale stabile e scalabile*.⁷⁵ I servizi di Retelit sono eterogenei e presenti sia sul mercato *wholesale* (all’ingrosso) nazionale e internazionale, che in quello *Business* diretto alle aziende. Sono servizi che vanno dalla connessione a internet in fibra, al *Multicloud*, ai servizi di *Cyber Security* e *Application Performance Monitoring* e a quelli di rete basati su tecnologia *SD-WAN*. Nonché servizi per le aziende che hanno intenzione di esternalizzare le attività di *Data Center* e soddisfare esigenze di *Disaster Recovery* e *Business Continuity* (in caso di eventi anomali e dannosi riguardanti la rete). Si tratta di servizi certificati *Metro Ethernet Forum* (MEF) a cui si aggiungono anche le certificazioni tecnologiche *ISO 27000* per la progettazione e fornitura di servizi di rete, *Colocation* e *Cloud* e *ALLA/NALLA* per l’erogazione di servizi in ambito militare.⁷⁶



Fonte: Retelit S.p.A, *Company Overview*, Milano, 2019.

⁷⁵ Retelit S.p.A, *Company Overview*, Milano, 2019.

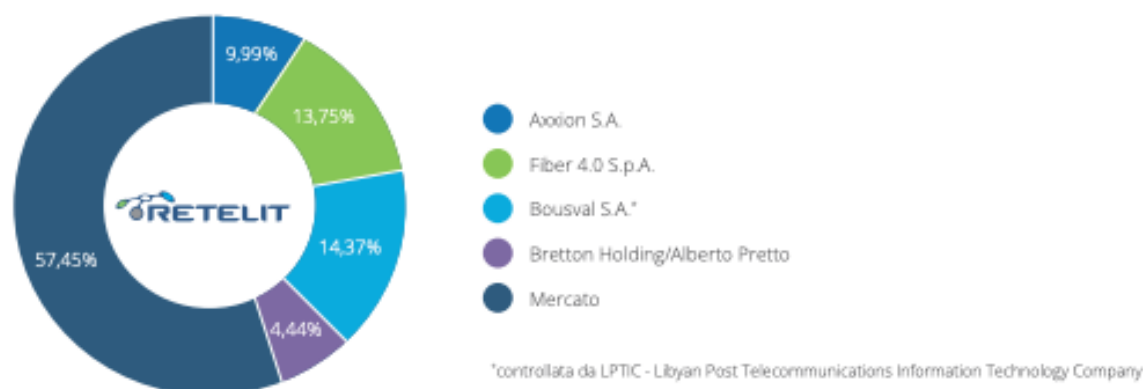
⁷⁶ Ibid.

3.1.1 Struttura societaria.

Il Gruppo, cui Retelit S.p.A. è capogruppo è composto dalle seguenti società:

- Retelit S.p.A. fondata il 31 agosto 1999, con sede legale a Milano e capitale sociale di euro 144.208.618,73 interamente versato e quotata nel'MTA gestito da Borsa Italiana S.p.A. e dal settembre 2016 nel segmento STAR.
- Retelit Digital Services S.p.A costituita il 29 giugno 1999, con sede legale a Milano e capitale sociale di euro 109.193.233 interamente versato e posseduta al 100% da Retelit S.p.A.

La struttura dell'azionariato è così composta:



Fonte: Retelit S.p.A, *Company Overview*, Milano, 2019.

Axxion S.A. 9.99%: società tedesca con sede a Lussemburgo, fondata nel 2001, che gestisce un patrimonio di circa 9 miliardi di euro suddivisi in 150 fondi di investimento.

Fiber 4.0 S.p.A 13,75% : una società veicolo che rappresenta una cordata di azionisti rappresentati da Raffaele Mincione, presidente e socio al 40%.

Buosval S.A. 14,37%: una finanziaria lussemburghese controllata dalla *Lybian Post Telecommunications Information Technology Company*.

Bretton Holding 4,44%: società a responsabilità limitata vicentina facente capo all'imprenditore Alberto Pretto.

3.1.2 Struttura organizzativa.

Consiglio di amministrazione:

- Dario Pardi, presidente.
- Federico Protto, amministratore delegato.
- Gianluca Ferrari, consigliere non esecutivo.

- Faisel Gergab, consigliere non esecutivo.
- Paola Bruno, consigliere indipendente.
- Gianbeppe Fortis, consigliere indipendente.
- Patrizia Mantoan, consigliere indipendente.
- Marina Rubini, consigliere indipendente.
- Luca Sintoni, consigliere non esecutivo.

Management:

- Enrico Mondo, COO.
- Giuseppe Sini, direzione BU Internazionale.
- Roberto Leoni, direzione *Operations*.
- Antonio Baldini, direzione IT.
- Antonio Vercalli, direzione Approvvigionamenti, Servizi Generali, Qualità.
- Giada Di Cesare, direzione Risorse Umane.
- Marco Calzolari, Group Controller e Head of Corporate Development.
- Mirko Endrizzi, CFO.

3.1.3 I servizi.

Cercando di capire più a fondo l'attività della società e la natura del suo *business* per comprenderne con chiarezza l'identità, ecco una breve spiegazione dei suoi servizi precedentemente solo introdotti.

3.1.3.1 Servizi di telecomunicazione.

Il portafoglio di servizi Retelit per le aziende rappresenta una soluzione per la trasmissione dei loro dati ad alta velocità e capacità di banda garantite. Retelit, infatti, fornisce reti private a quest'ultime garantendone la sicurezza e le prestazioni secondo gli standard internazionali. La tecnologia innovativa del SD-WAN (*Software Defined Wide Area Network*) è, infatti, potenzialmente molto utile per le aziende con un ampio numero di sedi anche molto distanti geograficamente (da qui appunto *wide area network*). Questa permette di avere una sede centralizzata di gestione della rete privata aziendale ed una rete efficiente, veloce e capace di veicolare una considerevole quantità di dati tra le sedi attraverso l'ottimizzazione dell'architettura delle sedi di *routing*, riducendo i costi e massimizzando le prestazioni. L'intelligenza della rete è, inoltre, in grado di riconoscere i dati ad alta priorità garantendone una trasmissione privilegiata. Si tratta di una tecnologia che è capace, oltretutto, di garantire

una migliore sicurezza e stabilità di rete. Far parte, poi, di un consorzio come quello *NGENA* (precedentemente citato) permette a Retelit di offrire servizi *IP-VPN* (*virtual private network*, servizi di rete privati e sicuri) con la possibilità di usufruire delle infrastrutture globali di tutte le società di telecomunicazioni facenti parte del consorzio, fornendo, quindi, una capacità di connessione globale e servizi di assistenza in più di 200 territori nel mondo facilitando la natura globalizzata del *business* aziendale. I servizi di Retelit per le aziende, quindi, non si limitano alla loro connessione a internet ultraveloce e a banda larga attraverso la fibra ottica, ma sono soprattutto specializzati nella costruzioni di “reti internet interne *customerizzate*” alle aziende ed ai loro partner che in questo modo possono condividere dati fra di loro in sicurezza e velocità, fattore oggi sempre più importante in ragione della crescente digitalizzazione dei business e l’aumento dei “lavoratori mobili” (*smartworking*). Uno dei motivi che ha spinto la società a entrare a far parte di consorzi internazionali tra società di telecomunicazioni è proprio l’intento di fornire alle aziende la capacità di sviluppare reti interne sicure con i propri partner di *business* anche dall’altra parte del mondo (grazie al cavo sottomarino AAE-1). La rete di Retelit, concludendo, è quindi, sia una connessione per le aziende *col* mondo, che *fra* le aziende nel mondo, quest’ultima attraverso una rete privata (nel rispetto della segretezza dei dati) e la migliore performance di velocità fornita dal mercato.

3.1.3.2 Servizi di *Data Center* e *Cloud*.

Un *Data Center* (Centro Dati) è un termine usato in ambito informatico per indicare una serie di *server* collocati in un unico ambiente col fine di poterne centralizzare la gestione, la manutenzione e la sicurezza. Si tratta di una struttura tecnologica che può svolgere molteplici funzioni che vanno dal semplice *storage*, ovvero l’immagazzinamento e la custodia dei dati aziendali (*e-mail*, *database* ecc.) a servizi di *hosting* come l’installazione e la gestione dei siti web aziendali, servizi di posta elettronica ecc. Il loro uso da parte delle aziende può comprendere sia il noleggio dell’intero *server*, comportando il pagamento delle spese di noleggio e di collocazione, sia il noleggio di una “macchina virtuale” ovvero di una parte del *server* fisico la cui manutenzione è affidata alla società proprietaria del *server* (Retelit), sia l’acquisto di un *server* e l’assegnazione in custodia al Centro Dati. In questo caso la gestione operativa del *server* appartiene alla società che lo ha acquistato e che paga a Retelit un onere di *colocation*, dovuto ai servizi forniti di alimentazione, rete, sicurezza fisica ecc. Retelit prevede, nel suo servizio di collocazione, anche strutture di *back-up* per la salvaguardia dei dati sicure e

“ridondanti”⁷⁷ ovvero con più strutture dedicate allo scopo a maggior garanzia della protezione dei dati stessi.

Retelit, poi, in collaborazione con Huawei, fornisce un servizio di *Multicloud* per le aziende, grazie al quale è possibile sfruttare l'utilità del *Cloud Computing*, ossia la possibilità di archiviare, elaborare e recuperare dati e documenti anche da remoto su tutti i computer dislocati sulla rete (WAN) utilizzando un semplice internet *browser*, con la possibilità, in sintesi, di usare, per tutti i dipendenti dell'azienda, software remoti non direttamente installati sul proprio computer e salvare dati su memorie di massa on-line predisposte dal *cloud provider* (Retelit). L'innovazione del *Multicloud* fornito dalla società di telecomunicazioni milanesi è nella possibilità di integrare in maniera dinamica i servizi di *clouding* privati, pubblici e di *legacy* (infrastrutture tradizionali come i documenti riguardanti l'amministrazione finanziaria) grazie ad un'infrastruttura veloce e sicura. Ciò fluidifica i flussi di lavoro che non vengono più ostacolati dalla separazione dei sistemi, senza però rinunciare alla sicurezza del *clouding* stesso. L'assistenza di Retelit in questo campo avviene anche dal punto normativo. E' un servizio che permette, all'interno delle strutture sanitarie ad esempio, di condividere, gestire e analizzare i dati dei pazienti con motori di *data analytics* e *artificial intelligence*⁷⁸. In generale, facilita il processo di digitalizzazione delle aziende, in particolare, sempre a titolo di esempio, consente agli istituti finanziari di fare importanti progressi nell'innovazione integrando Intelligenza Artificiale, *Blockchain* e *Big Data*.

3.1.3.3 Servizi di sicurezza informatica.

Retelit offre alla propria clientela strumenti di *cybersecurity* in maniera flessibile, sia per coloro che vogliono gestire in totale autonomia l'infrastruttura della propria sicurezza informatica, sia per chi intende affidarsi a Retelit come *Managed Security Service Provider*. Per i primi è disponibile un sistema di sicurezza perimetrale erogabile in *Cloud* o attraverso *Firewall*, per i secondi invece è la società milanese ad affiancare direttamente l'azienda dalla progettazione alla realizzazione e gestione del sistema di sicurezza informatica. Tra le peculiarità del servizio della società c'è la *Cyber Security Control Room*, una piattaforma che permette alle aziende di avere un'infrastruttura a supporto che effettui un monitoraggio costante del proprio network e che integrabile con altri servizi inerenti la sicurezza informatica quali strumenti di *Security Audit*, *Penetration Test* (test di vulnerabilità del sistema informatico), protezione da

⁷⁷ Retelit S.p.A, *Company Overview*, Milano, 2019.

⁷⁸ Retelit S.p.A., *Il Multicloud di Retelit.*, <https://www.youtube.com/watch?v=6iK5JRJCSEI&pbjreload=10>, 15 maggio 2019

Ransomware (una tipologia di *malware* o software dannoso capace di bloccare l'accesso ad un sistema computerizzato fino al pagamento di una certa somma), *Digital Forensic*, *Data Breach* (violazione dei dati), *DDoS Mitigation*.

Per quanto riguarda i servizi di monitoraggio, stavolta nel settore dell'autovalutazione e, indirettamente, di sicurezza, Retelit si distingue dagli altri operatori per una soluzione di *Application Performance Monitoring* che consiste in un'analisi in tempo reale della totalità degli utenti ovunque localizzati e del 100% delle loro transazioni finalizzata alla valutazione del servizio erogato. Tale monitoraggio ovviamente, poi, consente di individuare immediatamente le zone di criticità in caso di anomalie, ciò a vantaggio di un aumento della produttività e dei costi grazie a ridotti tempi di intervento. Anche questa soluzione è integrabile con altri servizi quali *Synthetic Monitoring* (un monitoraggio più sintetico e rapido da usare), *l'User Experience Management* (che si occupa di simulare e valutare l'esperienza del cliente) e il *Deep Application Transaction Management* (un'applicazione finalizzata ad approfondire ancora di più le caratteristiche delle transazioni).

3.1.3.4 Servizi di infrastruttura.

Ovviamente l'asset portante e il tratto distintivo della società è rappresentato dalla sua infrastruttura che la rende un player non indifferente a livello internazionale soprattutto nel settore all'ingrosso di servizi di connessione a internet. La fibra ottica del Gruppo si estende per 10 aree metropolitane: Milano, Roma, Torino, Padova, Bologna, Reggio Emilia, Treviso, Brescia, Napoli e Bari. Un network dalla storia ventennale che collega i principali *hub* (nodi di smistamento dei dati) tecnologici, industriali e Centri Dati italiani, gli internet *eXchange* in Italia e in Europa e le sedi degli operatori di telecomunicazioni nazionali ed internazionali⁷⁹. Come già citato, la rete di Retelit si estende oltre i confini nazionali con punti di presenza a Francoforte, Marsiglia e Londra collegando da e verso l'Asia e l'America tutte quelle aziende che hanno bisogno di collegare le loro sedi o quelle dei loro clienti. Il famoso cavo sottomarino della società che collega l'Italia (attraverso la *landing station* di Bari) al *Far East*, passando per 19 punti di approdo lungo il tragitto, permette un servizio a bassissima latenza (in gergo anche chiamato “*lag*”) con percorsi multipli, differenziati e ridondanti in un'infrastruttura scalabile e che è quindi in grado di aumentare e diminuire di “scala” in funzione delle necessità e disponibilità. Tutte queste caratteristiche rendono l'infrastruttura della “Piccola Telecom”⁸⁰

⁷⁹ Retelit S.p.A, *Company Overview*, Milano, 2019.

⁸⁰ Olivieri A., *Retelit, tutti i segreti della contesa che ha visto in campo il premier Conte*, Il Sole 24 ore, 14 giugno 2018.

sicura ed affidabile favorendo gli accordi commerciali stipulati da questa con le altre società del settore delle telecomunicazioni e i principali OTT, ossia le imprese “*Over-The-Top*” (Amazon, Facebook, Google ecc.) che forniscono, attraverso la rete Internet, servizi, contenuti e applicazioni traendo ricavi principalmente dalla loro natura di concessionari agli utenti finali o la vendita di spazi pubblicitari.

3.2 Il settore delle tecnologie dell’informazione e della comunicazione.

Per ICT (*Information and Communications Technology*) si intende l’insieme dei metodi e delle tecniche utilizzate nella trasmissione, ricezione ed elaborazione di dati e informazioni, vale a dire ciò che è comunemente inteso come settore dell’informatica e delle telecomunicazioni,⁸¹ di cui, però, questo termine ne indica, più specificatamente, la convergenza. L’ICT nasce a seguito della rivoluzione avvenuta nel mondo delle telecomunicazioni durante gli ultimi decenni del ventesimo secolo e si è sviluppato attraverso alcune tappe fondamentali fino alla realizzazione di sistemi informativi computerizzati e delle relative piattaforme e applicazioni, crescendo insieme agli opportuni criteri di protezione a sostegno di questi.⁸² L’insieme degli strumenti appartenenti al settore ICT è divenuto particolarmente importante nell’ambito aziendale, tanto da essere ritenuto una variabile in grado di modificare la strategia d’impresa e aumentare la competitività della stessa. Le tecnologie della comunicazione dell’informazione, infatti, sono in grado di migliorare i processi decisionali interni, fornendo supporti a sostegno dell’analisi dell’ambiente competitivo (*data analytics*), modificando i processi lavorativi e introducendo cambiamenti radicali nel settore d’appartenenza (come nel caso dell’editoria, la quale ha visto la nascita degli *ebook*, i famosi “libri elettronici”), inoltre, permette la costituzione di un patrimonio informativo aziendale che diviene un importante risorsa interna. Gli strumenti informatici all’interno dell’impresa possono cambiarne la struttura gerarchica e organizzativa e la definizione delle stesse mansioni (*job design*)⁸³. L’impatto dell’ICT è stato più volte studiato in Economia e paragonato, in termini di vastità della propria influenza su sviluppo, produttività e strutture produttive e organizzative, a quello avuto a seguito delle grandi rivoluzioni tecnologiche di “uso generale” quali la macchina a vapore o il ciclo del petrolio o dell’elettricità. Si parla, infatti, di tecnologie che hanno un costo decrescente nel tempo, dalle vastissime applicazioni e in grado di incidere sui costi degli altri *input*, degli *output* e della qualità del bene o servizio prodotto⁸⁴. L’andamento nel mondo del mercato digitale ha avuto nel 2017 un

⁸¹ Treccani, *ICT*, http://www.treccani.it/enciclopedia/ict_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/

⁸² Treccani, *ICT*, http://www.treccani.it/enciclopedia/ict_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/

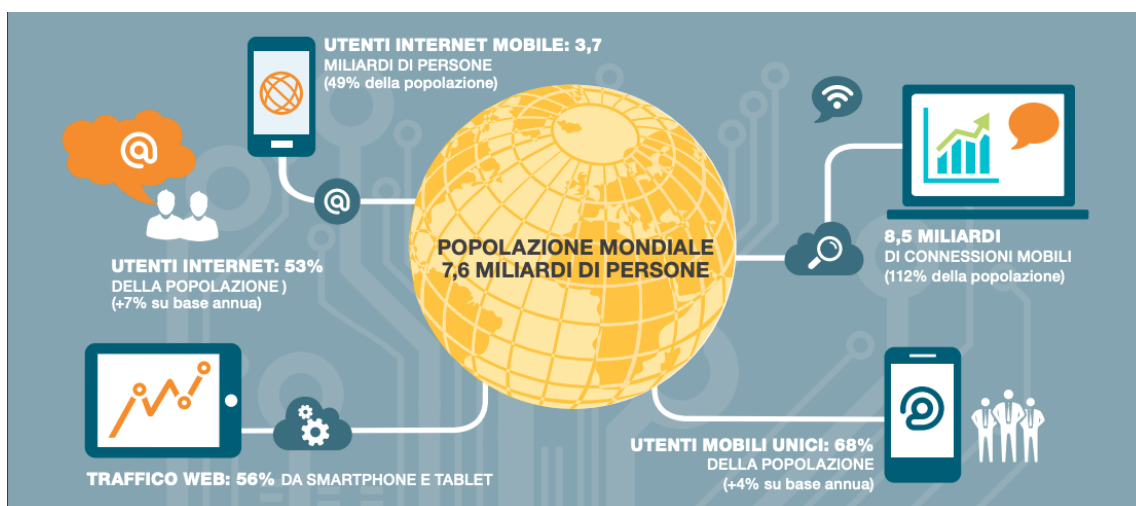
⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ *Ibid.*

aumento di circa il 3%, in crescita rispetto al 2016 (2%) ed in parte sì esplicabile dall'indebolimento del dollaro, ma non del tutto, in ragione di una domanda diffusa e generalizzata sebbene di differente natura in base ai vari comprati tecnologici⁸⁵. Sebbene la componente "Dispositivi e Sistemi" vanti un tasso di crescita, 1,5%, inferiore rispetto a quello di mercato, presenta una notevole resilienza rispetto agli anni precedenti e il suo ritardo rispetto al mercato è attribuibile ad un aumento del prezzo dei nuovi *smartphone* e al ritardo con cui gli utenti privati hanno provveduto al ricambio dei propri PC a seguito dei recenti *release* di nuovi sistemi operativi. E' il settore dei *Data Center* a presentare una crescita più contenuta, soprattutto nel Nord America, in relazione alla crescita concorrente delle piattaforme *software defined* e delle architetture *Cloud*, sebbene il mercato dei Software e delle Soluzioni ICT continui a crescere, in generale, ad un ritmo ben sostenuto del 7%. I settori in cui la domanda è cresciuta più velocemente, seppur con volumi di mercato contenuti, sono quelli appartenenti alla cosiddetta *digital transformation*, in particolare i progetti inerenti *Blockchain*, *Iot (Internet of Things)*, *Big Data*, *Machine Learning* e *Artificial Intelligence*. E' la domanda di servizi *Cloud* a trainare il trend di crescita (4,5%) dei Servizi ICT, a fianco della crescente domanda di Consulenza e *System Integration* a supporto della trasformazione digitale⁸⁶. La domanda globale ormai matura sui Servizi di Rete, invece, contribuisce al suo trend negativo, -0,3%, soprattutto nei paesi sviluppati. Passando ad un'analisi geografica del mercato, è il Nord America a sostenere la quota più consistente del mercato. Nell'area dell'Asia-Pacifico a sostenere il mercato sono Cina, ancora però alle prese con l'informatizzazione di base, e Giappone il quale si distingue per l'approccio forse più evoluto rispetto a queste tecnologie. Le componenti software e servizi trainano invece gli investimenti del settore in Sud-America, mentre in Europa il mercato continua a svilupparsi grazie alla crescente penetrazione dei progetti di trasformazione digitale malgrado le incertezze in termini di investimenti in prospettiva della concretizzazione della *Brexit* da parte del Regno Unito.

⁸⁵ Anitec-Assinform, *Il Digitale in Italia 2019. Mercati, Dinamiche, Policy*, ottobre 2018.

⁸⁶ Ibid.



Fonte: Anitec-Assinform, *Il Digitale in Italia 2019. Mercati, Dinamiche, Policy*, ottobre 2018.

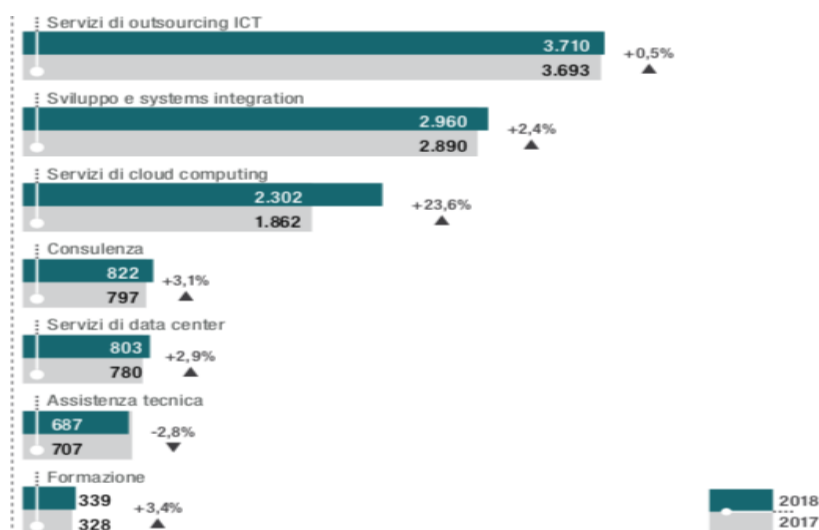
Per quanto riguarda il mercato italiano del digitale, esso ha sfiorato nel 2018 i 70,5 miliardi crescendo ad un ritmo del 2,5% ed in maniera significativamente superiore al PIL⁸⁷. E' previsto che tale crescita di mercato si sia mantenuta stabile nel 2019 e che cresca ai ritmi del 2,8% e del 3,1% rispettivamente nel 2020 e nel 2021. A sostenere la crescita, più che il comparto dell'ICT, che sembra essere divenuto più tradizionale e maturo, è quello dei *Digital Enabler*, gli "attivatori digitali", vale a dire il settore delle tecnologie più innovative in ambito informatico e delle telecomunicazioni che comprende:

- Le tecnologie emergenti in ambito *Big Data*, attraverso gli strumenti di *Big Data Analytics*, ovvero l'insieme degli strumenti di analisi statistiche che usano una considerevole, per non dire gigantesca, quantità di dati che si articolano sia nel tempo che nello spazio.
- Il settore dell'*IoT (Internet of Things)* ossia il comparto tecnologico che si occupa di connettere alla rete internet numerosi oggetti della vita di tutti i giorni dalla domotica ai dispositivi indossabili del settore sanitario (in grado di monitorare in tempo reale i pazienti e fornire assistenza da remoto)
- Il *Mobile Business*, che comprende tutte le applicazioni dedicate alla produttività del lavoro e utilizzabili anche fuori le canoniche strutture d'ufficio (fondamentali nelle recenti dinamiche di *Smartworking*).
- Le soluzioni di *Cloud Computing* e Sicurezza già introdotte in merito all'approfondimento dei servizi Retelit.

Scendendo un po' più nello specifico riguardo alle voci di maggiore crescita del mercato ICT, sono i servizi *Cloud* ad aver segnato, in Italia, la crescita più importante, 20%. La migrazione verso questo tipo di piattaforme da parte delle aziende sembra un processo inevitabile che

⁸⁷ Anitec-Assinform, *Il Digitale in Italia 2019. Mercati, Dinamiche, Policy*, ottobre 2019.

coinvolge anche la Pubblica Amministrazione. Ormai sembrano non esserci più timori a riguardo e non c'è azienda che non abbia valutato la possibilità di utilizzare questo tipo di risorsa sia per rendere più efficiente il mix fra costi in conto capitale e operativi che per rendere i processi di business complessi più flessibili e rapidi.



Fonte: Anitec-Assinform, *Il Digitale in Italia 2019. Mercati, Dinamiche, Policy*, ottobre 2019.

3.2.1 Il Piano Nazionale Impresa 4.0 e il Piano Strategico Banda Ultra-Larga

Ad incidere enormemente sul business di Retelit e sui suoi ultimi risultati finanziari è stato anche il recente sviluppo, sul piano degli interventi istituzionali, che ha ricevuto il settore dell'ICT, tra i quali il Piano Nazionale Impresa 4.0 e il Piano Strategico Banda Ultra-Larga che hanno trovato nella ex ePlanet uno dei player nazionali meglio posizionati per la loro realizzazione. Il Piano Nazionale Impresa 4.0, infatti, promosso anche dall'ultima Legge di Bilancio del 2019, ha previsto un insieme di misure, incentivi e agevolazioni fiscali tese a garantire una maggiore competitività e innovazione sostenibile per il tessuto industriale italiano, caratterizzato da una innegabile "polverizzazione" in termini di diffusione geografica sul territorio, caratteristica che ha contribuito a far sviluppare al settore un importante "divario digitale" in termini di infrastrutture riguardanti la connettività, soprattutto nel recente passato (prima del 2017, anno di inizio della strategia di innovazione digitale), nei confronti delle realtà europee in cui il tessuto imprenditoriale è maggiormente concentrato nei pressi delle grandi città. Impresa 4.0 ha messo a disposizione:

- Iperammortamento (supervalutazione del 250%) e superammortamento (140%) per le imprese che investono in beni strumentali nuovi, in beni materiali e immateriali (software e sistemi IT), funzionali alla trasformazione tecnologica e digitale dei processi produttivi.

- Un contributo in conto interessi dal 2,75% al 3,57% (Nuova Sabatini) per finanziamenti bancari compresi tra i 20.000 e i 2.000.000 di euro, concessi da istituti bancari convenzionati col MISE, finalizzati ad investimenti in tecnologie 4.0
- Un credito d'imposta del 50% su spese incrementalmente in Ricerca e Sviluppo.
- La cosiddetta "*Patent Box*" ovvero la tassazione agevolata sui redditi derivanti dalle opere di ingegno (brevetti industriali, marchi registrati, disegni e modelli industriali, know how e software protetto da *copyright*)⁸⁸.
- Detrazioni fiscali per investimenti in capitale di rischio fino al 30% per le *start-up* innovative.

Il 3 Marzo 2015 il Governo italiano ha approvato la *Strategia Italiana per la Banda Ultralarga*⁸⁹, vale a dire il quadro nazionale di riferimento per le iniziative pubbliche a sostegno della diffusione della Banda Ultralarga in Italia in ottemperanza agli obiettivi europei fissati nell'Agenda 2020. La Banda Ultralarga consiste nella capacità delle reti di inviare e ricevere dati ad altissima velocità e capacità (100 Mbps), principalmente attraverso il supporto tecnologico della fibra ottica (di cui Retelit è l'operatore con l'infrastruttura più sviluppata). L'intervento consiste nel costruire una rete di proprietà pubblica che verrà messa a disposizione di *i tutti gli operatori che vorranno attivare servizi verso cittadini ed imprese*⁹⁰. Prima di questo intervento, una regione come la Lombardia, universalmente riconosciute come tra le più sviluppate d'Europa, vedeva più di 200 aree industriali non coperte dalla Banda Ultralarga⁹¹. L'intervento pubblico in tale ambito è quindi finalizzato a risolvere le disuguaglianze sociali e geografiche generate dall'assenza di iniziativa privata da parte delle imprese contribuendo inoltre a migliorare la competitività del tessuto industriale. Gli obiettivi del Piano BU sono⁹²:

- La copertura ad almeno 100 Mbps dell'85% della popolazione.
- La copertura ad almeno 30 Mbps della restante quota di popolazione.
- La copertura ad almeno 100 Mbps di sedi ed edifici pubblici (scuole, ospedali, etc.), delle aree a maggior interesse economico, industriale, turistico e logistico.

⁸⁸Smactory, *Piano Nazionale Industria 4.0, tutto quello che c'è da sapere, agosto 2017.*, <https://www.smactory.com/piano-nazionale-industria-4-0-tutto-quello-che-ce-da-sapere/>

⁸⁹ Ministero dello sviluppo economico, *Piano strategico Banda Ultra Larga, Strategia.*, <http://bandaultralarga.italia.it/piano-bul/strategia/>

⁹⁰ Ibid.

⁹¹ Askaneews, *Banda larga, Protto (Retelit): Investire nelle aree industriali*, https://www.youtube.com/watch?v=G7tr7G2KfCQ&list=PLfoJ6FW7mHltrF0D1T9K_FgHd4NDcAhUY&index=4, 28 luglio 2016.

⁹² Ministero dello sviluppo economico, *Piano strategico Banda Ultra Larga, Obiettivi.*, <http://bandaultralarga.italia.it/piano-bul/obiettivi/>

3.3 Principali performance finanziare della società.

3.3.1 I primi nove mesi del 2019.

Concordemente con il Resoconto Intermedio di Gestione al 30 settembre 2019, il Gruppo Retelit continua a registrare andamenti positivi in tutte e tre le divisioni, *Wholesale* nazionale, *Wholesale* internazionale e *Business* all'insegna di una crescita divenuta ormai strutturale in tutte le aree operative della società⁹³. Al fine di interpretare chiaramente i dati di bilancio di seguito presentati è utile constatare che Retelit ha adottato dal 30 giugno 2018, in via anticipata rispetto all'obbligo del 1 gennaio 2019, il principio contabile internazionale del IFRS 16, di conseguenza i risultati economici e finanziari al 30 settembre 2019 sono comparabili con quelli del periodo precedente. Dapprima alcuni dati in sintesi in riferimento ai primi 9 mesi del 2019:

- Utile netto a euro 6,8 milioni, in crescita dell'81% rispetto ai 3,8 milioni dei primi nove mesi del 2018.
- EBITDA a euro 23,6 milioni, in crescita del 9% rispetto ai 21,8 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente.
- EBIT (Risultato operativo) a euro 7,6 milioni in crescita del 42% rispetto ai 5,4 milioni dei primi nove mesi del 2018.
- CASH EBITDA a 18,5 milioni, il 21% in più rispetto ai 15,3 milioni 2018.
- PFN positiva per euro 4 milioni rispetto ad una PFN di 12,7 milioni al 31 dicembre 2018.
- Ordini Commerciali per euro 37,9 milioni rispetto ai 46,8 milioni dei primi nove mesi del 2018.

Dati di sintesi consolidati:

⁹³ Pardi D., Presidente Retelit S.p.A., comunicato stampa riportato in *Resoconto intermedio di gestione al 30 settembre 2019*, Milano, 14 novembre 2019.

(migliaia di euro)	30/09/2019	30/09/2018	% Var.
Valore della produzione	59.048	50.459	17%
Valore aggiunto (1)	29.699	27.152	9%
Margine operativo ante ammortamenti, accantonamenti a fondo, oneri finanziari e imposte (EBITDA)	23.640	21.781	9%
Risultato operativo (EBIT)	7.630	5.377	42%
Utile / (perdita) di periodo	6.815	3.756	81%
Margine netto percentuale (2)	11,5%	7,4%	
	30/09/2019	31/12/2018	% Var.
Patrimonio netto di pertinenza degli azionisti della Capogruppo	166.728	167.376	-0,4%
Organico medio	n. 92	n. 86	7,0%

Fonte: Retelit S.p.A, *Rendiconto 30 settembre 2019*, Milano, 30 settembre 2019.

Nel tentativo di dare un'analisi più approfondita degli indicatori di bilancio precedentemente introdotti e utili per avere un'idea finanziaria della società, ecco una disamina più completa del bilancio di Retelit.

3.3.1.1 Conto economico

I Ricavi Consolidati (sempre per i primi nove mesi del 2019) si attestano intorno ai 59 milioni di euro, in crescita del 17% e così ripartiti:

- 44,4 milioni di euro in ricavi per i servizi di telecomunicazioni (+13%).
- 4,9 milioni di euro in ricavi su concessione diritti d'uso e manutenzione di rete (+11%).
- 6,3 milioni di euro in ricavi per cessione infrastruttura (+41%).

I Ricavi dell'attività caratteristica si attestano a 56 milioni di euro (+12%), così suddivisi:

- 23,2 milioni di euro nel *Wholesale* nazionale (+41%).
- 24,1 milioni di euro nel *Wholesale* internazionale (+43%), in cui le voci relative al Cavo sottomarino AAE-1 e al settore Business ammontano rispettivamente a 4,7 milioni e 8,7 milioni di euro.

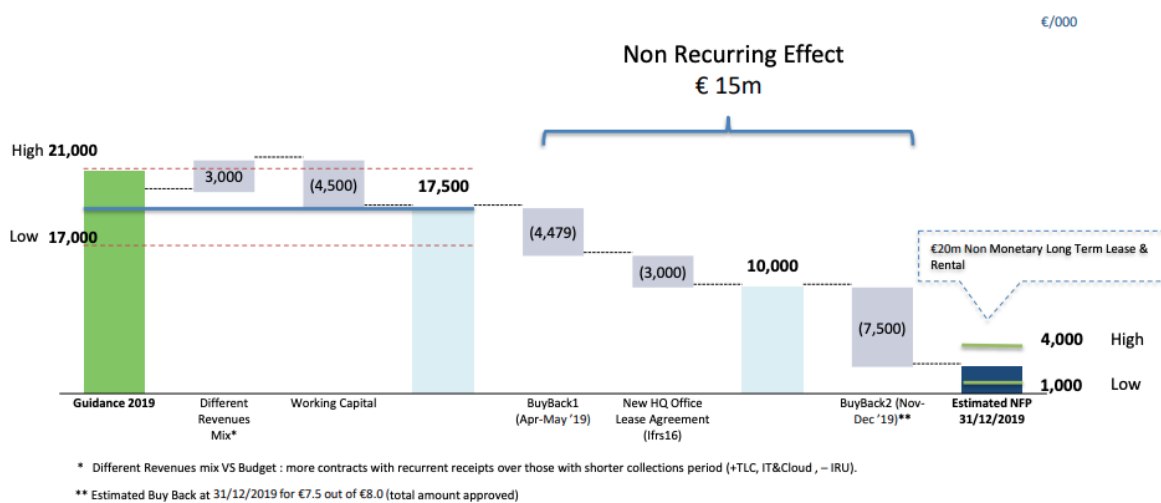
Per quanto riguarda, invece, l'attività commerciale essa ha generato nuovi ordini per circa 37,9 milioni di euro, in contrazione di circa il 19% rispetto ai 46,8 milioni registrati nello stesso

periodo del 2018, ciò in relazione ad un contratto di straordinaria dimensione e durata stipulato con GSD nel 2018 per un ammontare di 11 milioni di euro.

L'EBITDA è stato pari a 23,6 milioni di euro (+9%), mentre l'EBITDA margin è sceso dal 43 al 40%. Il reddito operativo (EBIT), invece, come già annunciato è cresciuto del 42% a 7,6 milioni di euro. Il Cash EBITDA è pari 18,5 milioni e gli Utili netti sono in crescita dell'81% a 6,8 milioni di euro. Il risultato della gestione finanziaria è negativo per 0,4 milioni e in miglioramento rispetto agli 1,4 del 2018.

3.3.1.2 Stato patrimoniale.

La posizione finanziaria netta della società è positiva per 4 milioni di euro, 12,7 milioni quella registrata al termine dell'esercizio 2018. Le attività correnti e le disponibilità liquide ammontano a 30,9 milioni (47,4 al 31 dicembre 2018). Le ragioni di questa contrazione della seppur robusta generazione di cassa della società sono da vedere nel pagamento di 3,3 milioni di dividendi, nel programma di riacquisto di azioni proprie di 4,5 milioni, nei 17,9 milioni investiti per le attività di investimento e nei 6,6 milioni spesi per il rimborso di finanziamenti.



Fonte: Retelit, *Corporate Presentation 9M 2019 Results*, Milano, 8 novembre 2019.

Il patrimonio netto è in lieve calo, 166,7 milioni rispetto ai 167,4 alla chiusura dello scorso esercizio.

Gli investimenti complessivi ammontano, invece, a 13,3 milioni di euro così ripartiti:

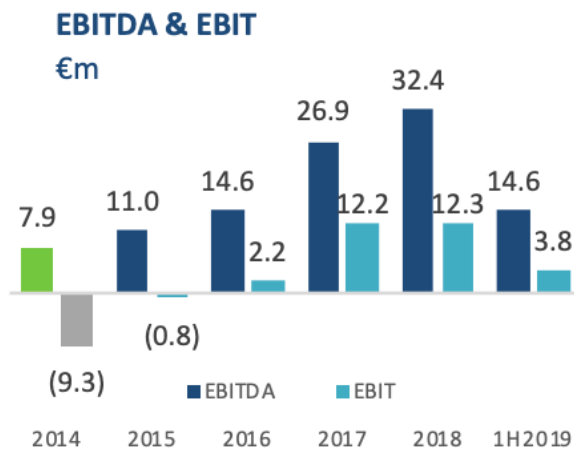
- 10,3 milioni di euro in infrastruttura, acquisto di infrastruttura *Cloud* e IT, realizzazione dei collegamenti clienti e potenziamento della rete metropolitana e del *backbone* come, ad esempio, la realizzazione di una terza via diversificata che collega Settimo Milanese ad uno dei principali *Data Center*.

- 2,1 milioni di euro per l'Area Strategica AAE-1.
- 0,9 milioni per altri investimenti.

Infine, il numero di siti raggiunti dalla fibra ottica sono arrivati a 4.385, fra cui 41 *Data Center* non di proprietà, 2.838 siti cliente, 1.024 torri di telecomunicazione, 448 *cabinets* con 15 *Data Center* di proprietà. L'infrastruttura di rete di Retelit ha raggiunto quindi i 12.678 km, equivalente a 327.000 km di cavi in fibra ottica in ragione dei raddoppi ed espansioni di rete.

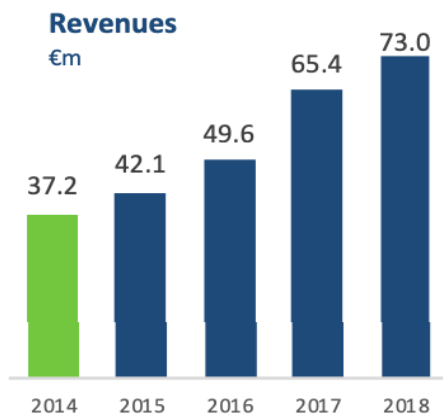
3.3.1.3 Gli anni recenti.

Pietra miliare della storia finanziaria della società è il 2016: anno in cui Retelit ha registrato il primo reddito operativo aziendale positivo pari a 2.2 milioni di euro ad ulteriore celebrazione del completamento del *turnaround* intrapreso dalla società a seguito della ristrutturazione finanziaria:



Fonte: Protto F., CEO Retelit S.p.A., *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019.

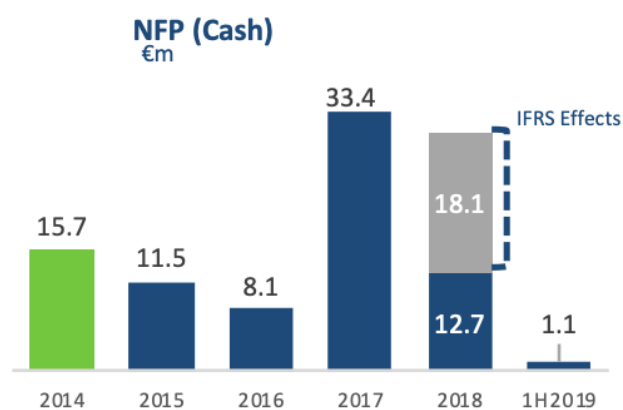
La storia dei ricavi mostra invece un trend di crescita consolidato:



Fonte: Protto F., CEO Retelit S.p.A., *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019.

Ritornando alla Posizione Finanziaria Netta (NFP), essa è stata, negli ultimi anni, considerevolmente più alta di quella attuale di 4 milioni. Nel 2017 essa ammontava addirittura a 33,4 milioni di euro e, come già analizzato, a 12,7 milioni nel 2018. Ciò è dovuto, oltre che all'adozione recente della nuova normativa contabile IFRS16, ad una politica di crescita ed espansione adottata dalla società la quale, oltre ad aver caratterizzato il rendiconto finanziario al 30 settembre 2019 come già esposto, trova le sue radici nei due esercizi precedenti, a dimostrazione del suo robusto interesse ad espandersi. Le operazioni di *buy-back*, inoltre, hanno raggiunto, con i 4,5 milioni di quest'anno, i 12 milioni di euro⁹⁴.

Tale politica di rivalutazione delle proprie azioni rappresenta un messaggio forte nei confronti di un mercato che, agli occhi degli amministratori, sottovaluta l'autentico valore e potenziale della società risultando inoltre prodromico alle due operazioni straordinarie di acquisizione annunciate da Retelit alla fine del 2019, di cui una conclusasi il 14 gennaio scorso e che verranno approfondite in seguito in merito alle prospettive di crescita future della società di telecomunicazioni milanese.

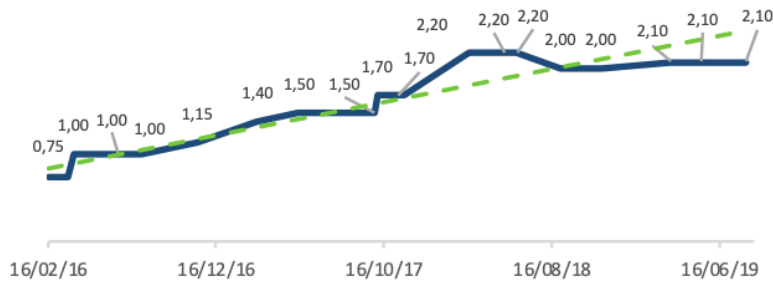


Fonte: Protto F., CEO Retelit, *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019.

Dal punto di vista della creazione di valore per gli azionisti, grazie alla strategia a 360° adottata per riguadagnare e migliorare la propria reputazione finanziaria, la società ha raggiunto traguardi importanti come la transizione al segmento STAR della Borsa di Milano, riservato unicamente alle imprese con fatturato inferiore al miliardo che rispettano requisiti di eccellenza, la crescita degli investitori di tipo istituzionale nel proprio azionariato (oggi al 24%), l'accesso a finanziamenti a tassi di mercato da parte dei maggiori gruppi bancari del paese ed una performance pari a +226% del prezzo delle proprie azioni rispetto alla loro quotazione nel 2015.

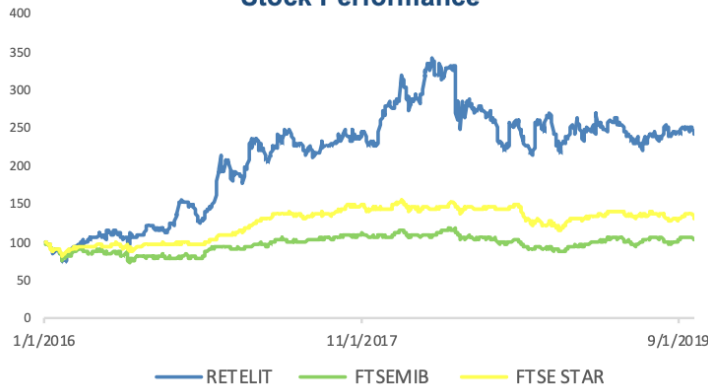
⁹⁴ Carlini V., *Retelit, non solo infrastrutture tlc: la sfida è sui servizi alle aziende.*, Sole 24 ore, 27 gennaio 2020.

Intermonte Target Price Evolution



Fonte: Protto F., CEO Retelit, *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019.

Stock Performance



Fonte: Protto F., CEO Retelit, *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019.

3.4 La ristrutturazione e il turnaround.

3.4.1 La storia.

La società nasce come congiunzione di due società del settore delle telecomunicazioni proprio nel pieno dell'euforia collettiva per la "New economy", onnipresente sui mercati internazionali e inerente al settore delle imprese tristemente oggi ricordate come le "dotcom". La prima di queste società è ePlanet, controllata da Planetnetwork S.p.A, fondata a Prato nel 1996, dall'imprenditore di tecnologie Luigi Orsi Carbone il quale al suo seguito aveva riunito una squadra di nomi importanti nel settore delle telecomunicazioni e non, quali il patrono del colosso Techint Andrea Rocca, l'erede dell'impero Ariston Paolo Merloni, Gianpaolo Acerbi e il petroliere Angelo Moratti⁹⁵ per operare nella telefonia fissa. La seconda è "e-via", una società che al suo attivo aveva oltre alla Licenza Nazionale di Telecomunicazioni anche un importante accordo con ANAS per la copertura in fibra di circa 48.000 km di rete, ma entrata solo successivamente a far parte del Gruppo. Nel 2000 la società viene quotata alla Borsa di Milano

⁹⁵Filippetti S., *La doppia scalata a Retelit e Go Internet*, Il Sole 24 ore, 24 marzo 2019.

ed è impegnata sia nella costruzione della suddetta rete in fibra che nel collegamento di otto fra le maggiori città italiane continuando ad ampliare i propri investimenti di rete. Il business della “piccola Telecom” sembra però troppo avveniristico per un mercato che stenta ad avviarsi e ciò porta la società ad un progressivo peggioramento della sua situazione finanziaria. Secondo i dati della Relazione Semestrale al giugno 2001⁹⁶, infatti, il Gruppo ePlanet conseguiva ricavi consolidati per 14 milioni di euro, in calo per più del 10% rispetto all’anno precedente (15 milioni di euro c.ca). Un decremento dovuto principalmente ad una riduzione delle tariffe a cui non seguì l’aumento dei volumi sperato. A peggiorare la situazione c’era la crisi finanziaria globale scoppiata a seguito dello scoppio della bolla *dotcom* e la sensibile riduzione nell’acquisizione di nuovi clienti. Il margine di contribuzione era inoltre più negativo di 3,1 milioni rispetto al periodo precedente a causa dell’aumento dei costi fissi e per l’affitto di circuiti di interconnessione di entità superiore rispetto al traffico effettivamente realizzatosi. Il Gruppo poi annoverava un EBITDA fortemente negativo e in rosso di circa 26 milioni di euro, in ragione sia di un aumento del costo del personale (5,6 milioni), sia del costo dei servizi, 8,2 milioni (di cui 4,6 per consulenze e per l’attività relativa ai successivi accordi di ricapitalizzazione e 0,7 per l’aumento delle provvigioni enunciate prima). Il Risultato Netto, infine, era negativo per 44,4 milioni di euro. Ciò in conseguenza all’eliminazione della perdita conseguita da PlaNETwork per l’avviamento del Gruppo, 2,1 milioni, maggiori ammortamenti, 8 milioni, svalutazioni su beni immateriali, 4,6 milioni, e su beni materiali per 1,5 milioni. Infine, la riduzione degli investimenti rispetto al 2000 rifletteva anche la volontà di correggere il tiro sulla costruzione di infrastrutture su un numero minore di città rispetto a quello preventivato. Specificatamente, la situazione finanziaria di ePlanet (facente parte del Gruppo PlaNETwork) era la seguente:

	1° semestre 2001		1° semestre 2000	
	<u>Lit Mld</u>	<u>€ Mio</u>	<u>Lit Mld</u>	<u>€ Mio</u>
Ricavi Operativi	4.0	2.0	0.5	0.3
EBITDA	(5.5)	(2.8)	(0.5)	(0.3)
Risultato netto	(86.1)	(44.4)	(1.5)	(0.8)
Investimenti materiali	–	–	–	–
Investimenti immateriali	–	–	(11.5)	(5.9)
Posizione fin. netta (debito)	3.0	1.5	(31.7)	(16.4)

Fonte: ePlanet S.p.A., *Relazione Semestrale al 30 giugno 2001*, Rozzano, 30 giugno 2001.

⁹⁶ ePlanet S.p.A., *Relazione semestrale giugno 2001.*, Rozzano, 29 agosto 2001

Da cui spicca negativamente una liquidità netta pari a 1,5 milioni di euro, quasi azzerata rispetto ai 30,6 milioni dell'anno precedente, riduzione dovuta principalmente ai finanziamenti erogati alla controllante per la sottoscrizione dell'aumento di capitale deliberato il 5 luglio 2001 per fronteggiare le perdite subite.

Da questi dati di bilancio segue che agli amministratori non rimaneva altra scelta che una ristrutturazione industriale e finanziaria finalizzate da un lato al contenimento dei costi e dall'altro alla ridefinizione della tempistica degli investimenti e al reperimento di nuove risorse. Nello specifico furono messe in atto azioni di:

- Modifica del piano industriale in modo da dilazionarlo nel tempo, procedendo dapprima al completamento delle reti locali e poi all'avvio della commercializzazione dei servizi in 7 delle 15 città precedentemente previste;
- Focalizzazione del portafoglio servizi su quelli che assicuravano maggiori ricavi nell'immediato.
- Ridefinizione della struttura organizzativa in maniera tale da ottenere una maggiore efficienza attraverso una sua semplificazione e la riduzione del suo organico.
- Dismissione degli asset *noncore* e delle attività non strategiche.
- Avviamento delle operazioni di aggregazione con altri operatori del settore e di acquisizione di attività complementari col fine di aumentare la scala dimensionale della società.

In generale l'attività di sviluppo è stata fortemente ridimensionata e focalizzata sull'attivazione degli anelli nelle 7 città target del piano di cablaggio previsto, sui collegamenti dei primi clienti diretti, sull'attivazione di tredici dei quattordici spazi tecnologici attrezzati e sull'acquisto della "rete intelligente" contendo gli investimenti ad un livello inferiore all'anno precedente e previsti dal piano originario.

3.4.2 Gli accordi per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del debito.

In data 2 luglio 2001 il Consiglio di Amministrazione di ePlanet ha preso atto della conclusione degli accordi di ricapitalizzazione della società per un ammontare complessivo di 101.250.000 euro e degli accordi di ristrutturazione del debito annessi, ciò al fine di far fronte alla crisi finanziaria ed economica allora vigente ed ottenere l'esonero da parte della Consob all'obbligo di OPA totalitaria sul capitale. Gli accordi di ricapitalizzazione erano finalizzati a coprire i fabbisogni finanziari stimati nel piano industriale ed assicurare la continuità aziendale a discapito della liquidazione. L'aumento di capitale fu in parte sottoscritto da nuovi investitori, in parte dallo stesso management e per la restante quota dai soci fondatori e da un consorzio bancario.

In particolare, tutti i “Soci Fondatori”, l’Amministratore delegato Ing. Dario Cassinelli, i nuovi investitori tra i quali AngelVentures Servicos de Consultoria, l’Ing. Holger Van Den Heuvel, Athena Private Equity S.A. (la quale ha poi nominato per il subentro APE Belgique S.A.), Sirti S.p.A., l’Ing. Leonardo Lombardi e Cuneo e Associati si sono impegnarono a sottoscrivere azioni di nuova emissione per un totale di euro 51.250.000⁹⁷ così suddivisi:

- AngelVentures per 12.300.000 euro.
- l’Ing. Holger Van Den Heuvel per un ammontare di 15 milioni.
- Sirti S.p.A per 10 milioni⁹⁸.
- l’Ing. Lombardi per un ammontare di 5 milioni.
- APE Belgique S.A. per 3 milioni.
- L’Amministratore Delegato Ing. Dario Cassinelli per un importo complessivo di 5 milioni.

A completamento degli Accordi di Investimento, ovvero degli accordi presi dalle parti per la ricapitalizzazione e la ristrutturazione del debito della società in via stragiudiziale, Banca IntesaBCI assunse l’impegno a collocare e garantire una quota dell’aumento di capitale pari a 50 milioni di euro. Impegno condizionato al verificarsi dell’effettivo versamento da parte dei “Soci Fondatori” e dei nuovi investitori suddetti dei fondi necessari alla puntuale esecuzione dell’aumento di capitale, all’avvenuta emissione di una piena certificazione “full audit” sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società e al mancato verificarsi di eventi straordinari e negativi riguardo la situazione economica, finanziaria, gestionale, reddituale o di mercato di ePlanet o di una sua controllata. L’aumento di capitale per 101.250.000 inscindibile in opzione fu quindi deliberato in assemblea straordinaria il 4 settembre del 2001 mediante l’emissione di 101.250.000 azioni ordinarie dal valore nominale di 0,52 euro e al prezzo di emissione di 1 euro cadauna ed offerte ai soci con un rapporto di 135 azioni di nuova emissione ogni 10 possedute. Inoltre, la società deliberò l’emissione di warrant per un ammontare complessivo di 71.250.000 dei quali:

- 37.500.000 assegnati ai vecchi azionisti nella misura di 15 warrant ogni 3 azioni.
- 33.750.000 assegnati alle azioni di nuova emissione col rapporto di 45 warrant ogni 135 nuove azioni.

⁹⁷ Ibid.

⁹⁸ Leonardo Lombardi ha poi esercitato nei confronti di Sirti un’opzione call prevista nell’accordo e ha designato Fidicontrol S.p.A per il subentro nel diritto di ricevere 740.740 diritti di opzione e nell’obbligo di sottoscrivere 10 milioni di euro di azioni.

3.4.3 La composizione debitoria del Gruppo ePlanet.

Al 30 giugno 2001 il Gruppo ePlanet era caratterizzato da un'esposizione debitoria nei confronti dei suoi fornitori per un ammontare, a lordo della relativa IVA, di ca. 95 milioni di euro e così suddiviso:

- 15,18 milioni di debito non scaduto.
- 33,04 milioni, a lordo di relativa IVA, in fatture da ricevere.
- Il debito contestato.

Nella cornice d'analisi della parte del debito della società non ristrutturabile, l'ultima voce della posizione debitoria fa riferimento, in particolare, ad una quota del debito pari a 2,2 milioni di euro (2,4% del totale) nei confronti di crediti verso cui il Gruppo aveva intenzione o aveva iniziato intraprendere azioni di natura legale per contestarne in tutto o in parte l'entità. Questa parte del debito non era, infatti, ristrutturabile in quanto una sua ristrutturazione avrebbe impedito al Gruppo di portare a compimento le suddette contestazioni che riteneva fondate e motivate.

Un'altra quota del debito pari 5,6 milioni di euro (5,9% del totale) era poi in mano ad Enti Locali in ragione delle tasse municipali per i cablaggi che, in quanto tali, non erano ristrutturabili.

Infine, circa 300 tra creditori e fornitori vantavano nei confronti di ePlanet un credito inferiore ai 26 mila euro cadauno per un totale di 1,3 milioni di euro (1,4% del totale). La natura particolarmente frammentata di questa quota del debito ne rendeva praticamente impossibile oltre che dispendioso una ristrutturazione, tanto da renderli assimilabili agli altri debiti non ristrutturabili elencati sopra, mentre una fetta più importante del debito verso piccoli creditori (con un'esposizione tra i 25 e i 180 mila euro) corrispondente al 3,6 % del debito totale era considerata gestibile dalla società con ragionevole gradualità e quindi non ragguardevole di ristrutturazione⁹⁹.

Analizzando invece il debito ristrutturabile, esso, sempre al 30 giugno del 2001, ammontava a ca. 81,5 milioni di euro, vale a dire l'85,9% dell'esposizione debitoria. Per il 25,6% esso era in capo a Sirti S.p.A, un'azienda specializzata nella progettazione, realizzazione e manutenzione di grandi reti di telecomunicazioni e che si era occupata proprio della realizzazione dell'allora infrastruttura in fibra di ePlanet e verso la quale quest'ultima accusava un debito di 24,3 milioni di euro. L'altra parte del debito ristrutturabile era invece riferita ai cosiddetti "Creditori Principali", vale a dire i soggetti diversi da Sirti verso cui Retelit era più esposta tra i quali nomi importanti del mondo delle telecomunicazioni come Telecom Italia e Tim (per quanto riguarda i *Carriers* ovvero i soggetti indispensabili per i servizi di telefonia), Nortel Networks e Lucent

⁹⁹ Sottoriva C., *Crisi e declino d'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali.*, Giuffrè, Milano, 31 luglio 2012

Technologies (per quanto riguarda invece gli altri fornitori infrastrutturali oltre a Sirti), per un ammontare complessivo di 37,4 milioni di euro. A questi erano poi da aggiungersi i debiti verso i “Creditori Medi” per un ammontare di 16 milioni e mezzo e i debiti verso altri creditori per 3,26 milioni di euro. E’ utile poi notare che l’esposizione di ePlanet verso il sistema creditizio era praticamente assente e che la quasi totalità del suo debito era costituito da debiti di fornitura, aspetto interessante ai fini della realizzabilità di un DES e che verrà approfondito in sede di valutazione dello strumento.

3.4.4 Il Piano di ristrutturazione del debito.

Base negoziale degli accordi di ristrutturazione del debito da fornitura fu l’operazione di ricapitalizzazione precedentemente esposta. Essa, infatti, una volta conclusa, avrebbe permesso ad ePlanet di onorare quantomeno le esigenze finanziarie di breve termine e di poter investire sul nuovo Piano Industriale concordato. Gli accordi di saldo e stralcio e di ri-scadenzamento del debito sono stati, infatti, contrattati con questo presupposto. Scopo del piano di ristrutturazione, oltre a contribuire al riassetto finanziario di Retelit, quindi, era anche l’esonero dall’obbligo di OPA totalitaria successiva che, concordemente all’art. 160 del TUF sarebbe necessariamente scattato per l’acquisizione di partecipazioni di maggioranza nel capitale o superiori al 30%. Il 21 e il 28 giugno del 2001 la Consob si era già favorevolmente espressa, in linea di principio, sulla sussistenza delle condizioni per l’esonero dall’obbligo di promozione di un’offerta pubblica di acquisto a condizione che il piano di ristrutturazione del debito allora presentato acquistasse un’identità definitiva attraverso l’accordo delle parti interessate. Il controllo della Consob, ovviamente, era finalizzato a verificare le condizioni per l’esonero e non la validità nel merito del piano di ristrutturazione medesimo. Quanto al contenuto del Piano del Gruppo ePlanet, esso è stato raggiunto in tempi brevissimi e in una situazione comunque di significativa debolezza negoziale della società nei confronti dei creditori alla luce dei dati di bilancio analizzati precedentemente, lo scarso *appeal* che la tecnologia in fibra sembrava avere sul mercato e il definitivo scoppio della bolla del settore *dotcom* del 2000. Il Piano, però, ha straordinariamente visto l’adesione di tutti i creditori principali e ha portato alla conclusione di accordi di ristrutturazione del debito da fornitura che riguardavano oltre il 90% del debito ristrutturabile e ca. il 78% dell’esposizione debitoria complessiva.

I principali effetti economici e finanziari del Piano di Ristrutturazione Finanziaria furono:

- Un *debt-for-equity swap* attuato da Sirti S.p.A. per la conversione di ca. 5 milioni di euro in capitale.
- Uno sconto complessivo sul debito verso Sirti di ca. 7 milioni di euro.

- La rinuncia ad interessi legali, convenzionali e di mora per 2,5 milioni di euro.

Quindi, a fronte di un debito di competenza di al 30 giugno 2001 di ca. 95 milioni, di un debito ristrutturabile pari ca. 81,5 milioni di euro (ovvero il debito di competenza a cui sono stati sottratti il debito contestato, il debito nei confronti degli Enti Locali ed il debito nei confronti di creditori piccoli e piccolissimi), furono ottenuti sconti e conversioni in capitale per un ammontare di ca. 12 milioni di euro mentre i residui 83 milioni di debito furono in larga parte riscadenzati ottenendo la rinuncia agli interessi maturati e/o maturandi¹⁰⁰.

In attesa, poi, dell'esecuzione dell'aumento di capitale di 101 milioni, per far fronte da subito alle esigenze finanziarie della società, i Soci Fondatori e i Nuovi Investitori accettarono di anticipare fin da subito 33,4 milioni di euro sotto forma di un finanziamento da convertire anch'esso in capitale alla realizzazione della ricapitalizzazione concordata.

Infine, di pari passo con la ristrutturazione finanziaria, l'Assemblea dei soci provvide, concordemente a quanto stipulato negli Accordi di Investimento, a nominare un nuovo Consiglio di Amministrazione, preso atto delle dimissioni dell'intero Consiglio precedentemente in carica. Il nuovo Consiglio d'Amministrazione fu composto questa volta da 7 membri con la sostituzione dell'allora presidente e fondatore l'Ing. Luigi Orsi Carboni con l'Ing. Gian Filippo Cuneo, mantenendo, però, ancora la carica di Amministratore Delegato nelle mani dell'Ing. Dario Cassinelli.

3.4.5 L'evoluzione della gestione allora prevista.

Malgrado le significative condizioni di dissesto finanziario dell'allora ePlanet, un tale nuovo apporto di risorse testimonia come all'epoca ci fosse una immutata e sostanziale fiducia nel *business* tipico di quella che oggi conosciamo come Retelit, la fibra ottica, per quanto la maggior parte degli indicatori economici andasse nel verso opposto. In particolare, il giudizio sul Piano Industriale, formulato dai Nuovi Investitori con il supporto di consulenze esterne di altri operatori delle telecomunicazioni, era positivo, articolandosi su una strategia più conservativa ed una maggiore progressione nei risultati basata sui seguenti punti:

- La focalizzazione su 7 città/distretti.
- La copertura infrastrutturale con fibra e tecnologie complementari.
- Una concentrazione crescente su prodotti e servizi a valore.
- La riduzione dei costi ed il raggiungimento dell'efficienza aziendale.
- La dismissione delle attività e degli investimenti defocalizzanti.

¹⁰⁰ Ibid.

- Il ritorno all'utile nel 2005.

Era, poi, auspicata all'epoca una possibile acquisizione della società da parte di aziende attive in settori limitrofi e complementari o semplicemente investitori finanziari interessati a Retelit come “cristallo di aggregazione nel processo di consolidamento che caratterizzerà il settore”¹⁰¹. L'aspetto principe, inoltre, della strategia di *turnaround* di ePlanet era il riposizionamento del proprio *business* attraverso la rinuncia al mercato residenziale per concentrarsi, invece, sui servizi verso le aziende limitrofi alla sua infrastruttura in fibra (strategia che darà vita ad uno dei più importanti rami aziendali di Retelit), sul mercato degli *Internet Provider* e dei rivenditori all'ingrosso (smantellando quindi il *call center* che possedeva e dedicato agli utenti residenziali). Al tempo stesso, però, la società non intendeva abbandonare del tutto il mercato dell'offerta di accesso diretto alla propria rete, stipulando un accordo per estendere la propria infrastruttura oltre confine insieme a Infonet, allora il più grande *Carrier* a livello mondiale. Lo stratagemma fondamentale era posizionarsi quindi sul mercato b2b (*business to business*) dei servizi alle aziende nella veste di *Application Service Provider* e *Carrier* attraverso la fornitura di connessione a banda larga a imprese e amministrazioni locali¹⁰². Tutti aspetti dei servizi, ad eccezione di quelli di accesso diretto alla rete e di telefonia, che faranno realmente parte del futuro dell'azienda la quale, malgrado gli anni di persistente fragilità anche dopo la ristrutturazione, rappresenteranno il suo campo di sviluppo fondamentale e la struttura portante della sua identità aziendale: i servizi alle aziende e i servizi di infrastruttura.

3.4.6 L'evoluzione della gestione realmente verificata.

La seguente analisi del *turnaround* intrapreso da Retelit procederà prendendo in esame alcuni dei bilanci annuali e delle relazioni periodiche degli anni immediatamente successivi alla ristrutturazione fino al 2015, anno in cui il processo di *turnaround* si può considerare ufficialmente concluso dalla società in relazione al primo reddito operativo positivo verificatosi nella sua storia. Al 31 dicembre 2002 la società di telecomunicazioni milanese stava continuando il processo avviato di riorganizzazione industriale e societaria finalizzato a renderla finalmente quel polo di riferimento nelle infrastrutture di rete, dei servizi di banda larga end-to-end e del mercato *retail* per i servizi di telefonia che era stato prospettato dapprima al momento della sua nascita e poi rifocalizzato a seguito della ristrutturazione. E' in questo periodo che si concretizza l'incorporazione di “e-via”, società di proprietà di Iniziative

¹⁰¹ Cuneo G., Presidente ePlanet, *Relazione semestrale 30 giugno 2001*, Rozzano, 29 agosto 2001.

¹⁰² Redazione Wall Street Italia, *La seconda volta di ePlanet*, <https://www.wallstreetitalia.com/la-seconda-volta-di-eplanet/>, 28 giugno 2001.

Tecnologiche S.p.A, una *holding* partecipata a sua volta da Sirti S.p.A, Marconi S.p.A e dai fondi Kiwi. Sempre nello stesso periodo il Gruppo ePlanet procedeva all'acquisizione del 18% di Noicom S.p.A. Nel quarto trimestre del 2002 l'azienda raggiungeva un valore della produzione di ca. 8,3 milioni di euro, in calo rispetto agli 8,8 milioni dello stesso periodo del 2001 a testimoniare la persistente difficoltà della società che però intravedeva i primi, modesti, segnali positivi della sua riorganizzazione. L'EBITDA al quarto trimestre del 2002 era negativo, infatti, per 11,4 milioni di euro e in leggera ripresa nei confronti della stessa voce negativa per 11,7 milioni dello stesso periodo dell'anno prima. L'EBIT negativo per 28,2 milioni risentiva, invece, delle voci di natura straordinaria inerenti ai maggiori ammortamenti e svalutazioni riconducibili al ramo d'azienda operante nella telefonia che verrà successivamente conferita in Noicom. Tale EBIT, spogliato di questi eventi anomali, avrebbe segnalato, infatti, un miglioramento del 35% rispetto al negativo di 26,6 milioni di euro del 2001. La posizione finanziaria netta era poi positiva per 5,7 milioni, ma a raccogliere maggiormente l'attenzione rispetto agli eventi del periodo preso in esame era il significativo piano di esuberi adottato che ha coinvolto oltre 90 persone. Dai 209 dipendenti del medesimo periodo del 2001, la società è passata ai 168 del 2002, con l'obiettivo di arrivare ad un organico di 50 unità a conclusione del procedimento di ristrutturazione del personale.¹⁰³ Tale piano di riduzione della forza lavoro era stato prospettato in sede di ristrutturazione, ma è stato deliberato ed eseguito solo successivamente (novembre 2002), probabilmente con l'intento di portare dapprima a termine gli Accordi di Investimento e occuparsi solo a *turnaround* intrapreso degli accordi con i sindacati. Il 28 aprile del 2003 si concludeva invece il processo di incorporazione di e-via facendo di Retelit uno dei principali operatori del mercato della connettività e dei servizi di telecomunicazioni verso Pubblica Amministrazione, banche e grandi clienti. Dato ancora più importante, il 7 maggio 2003 Retelit perfezionava l'accordo raggiunto in sede di ristrutturazione con Consiag S.p.A e Planetarea S.r.l per l'acquisto del 12,21%, raggiungendo una partecipazione totale del 22,21%, di Consiagnet S.p.A (società che possedeva un'infrastruttura di rete nell'area di Prato-Calenzano) e cedendo invece la sua intera quota partecipativa del 58% di eConsiag S.p.A, il ramo dei servizi di telefonia di Retelit che in questo modo contribuiva in maniera significativa alla sua rifocalizzazione. In ragione della dismissione del ramo dei servizi di telefonia il valore della produzione scendeva, nel primo trimestre del 2003 a 7,6 milioni di euro (11,4 nel 2002). L'EBITDA era però in netto miglioramento, segnando un negativo di 2,8 milioni in confronto agli 8,9 milioni di negativo del primo trimestre del 2002 e agli 11,4 milioni di negativo dell'ultimo trimestre 2002. Anche l'EBIT forniva in questo periodo sostanziali segnali di ripresa con un negativo di ca. 5,4 milioni rispetto ai 28,2

¹⁰³ ePlanet S.p.A., *Bilancio ePlanet 31 dicembre 2002.*, Milano, 24 marzo 2003

milioni dell'ultimo trimestre 2002. Le disponibilità liquide del Gruppo risultavano positive per ca. 10,2 milioni di euro mentre la posizione finanziaria netta risultava negativa per 4,86 milioni. Continuava il processo di ristrutturazione del personale che arriva a 51 unità e veniva nominato un nuovo C.d.A. di 7 membri, di cui 2 indipendenti, a testimonianza dei nuovi assetti societari raggiunti con l'incorporazione di e-via.¹⁰⁴

Tra il 2005 e il 2007 il turnaround intrapreso da Retelit diveniva finalmente più evidente, è in questo lasso di tempo che la società otteneva i primi obiettivi di crescita diventando uno dei primi operatori nazionali di telecomunicazioni, aumentava i propri clienti nazionali e internazionali conseguendo elevati risultati finanziari e inaugurando i primi progetti di servizi di telecomunicazione per la Difesa internazionale¹⁰⁵. Secondo la Relazione Trimestrale al 31 marzo 2006, Retelit procedeva nell'ampliamento e potenziamento della propria infrastruttura di rete soprattutto in ambito urbano in termini di capacità trasmissiva. A riguardo è notevole l'acquisto di circa 70 km di infrastruttura nell'intera area milanese e il collaudo della nuova tratta a lunga distanza Bologna-Rimini. I buoni risultati dell'attività commerciale hanno permesso a Retelit di ottenere un portafoglio ordini di 7 milioni di euro e 162 clienti serviti. Nel primo trimestre del 2006 i ricavi della società ammontavano a 6 milioni di euro. L'EBITDA ammontava a 0,8 milioni (3,3 milioni primo trimestre 2005) e largamente migliorato rispetto ai risultati nettamente negativi del periodo inerente alla ristrutturazione finanziaria e industriale. L'EBIT era, però, ancora negativo per 2,6 milioni, ma in costante miglioramento. Il risultato netto consolidato prima delle imposte era risultato negativo per 2,5 milioni. Gli investimenti consolidati del primo trimestre ammontavano invece a 1,7 milioni di euro e relativi principalmente al potenziamento della rete di *backbone* e al collegamento clienti. Le disponibilità liquide si attestavano a 4,2 milioni e la posizione finanziaria netta risultava a sua volta positiva per 5,7 milioni di euro. La forza lavoro, ancora in discesa, ammontava a 42 unità.¹⁰⁶ Nel 2008 Retelit acquisiva la licenza come operatore *WiMAX* per il Nord e Centro Italia e iniziava a erogare servizi wireless per i propri clienti. L'azione commerciale del Gruppo in questo settore portava, al primo trimestre 2009, nuovi ordini per 3,2 milioni di euro e malgrado la crisi economica e finanziaria globale avesse rallentato la domanda di servizi, il Gruppo riusciva a dimostrare una certa resilienza malgrado il processo di turnaround ancora in corso di svolgimento. Nel primo trimestre del 2009 i ricavi e i proventi consolidati di Retelit ammontavano a 7,8 milioni di euro. L'EBITDA era positivo per 1,7 milioni e l'EBIT negativo per 2,1 milioni di euro. Il risultato netto consolidato prima delle imposte era, invece, negativo

¹⁰⁴ ePlanet S.p.A., *Relazione trimestrale 31 marzo 2003.*, Milano, 14 maggio 2003

¹⁰⁵ Retelit S.p.A., *Company overview*, Milano, 2019.

¹⁰⁶ Retelit S.p.A., *Relazione trimestrale 31 marzo 2006.*, Milano, 15 maggio 2006.

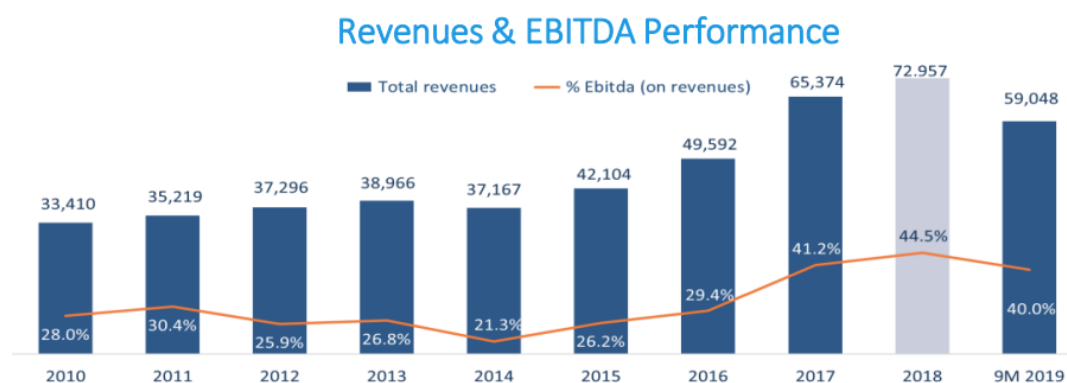
per 2,3 milioni di euro, le disponibilità liquide erano pari a 3,7 milioni e la posizione finanziaria netta positiva per 0,6 milioni di euro. Sempre in questo periodo era stato approvato il Piano Industriale 2009-2013 che prevedeva lo sviluppo dei servizi *WiMAX* in sinergia con quello tradizionale della fibra ottica e il posizionamento di Retelit nel mercato italiano della connessione a banda larga. Gli obiettivi del Piano poi prevedevano per il 2013 ricavi per 87 milioni, con una crescita media annua di oltre il 23%, un risultato operativo lordo di 46,9 milioni di euro con una crescita media annua del 44%, utile netto e generazione di cassa dal 2010, generazione di cassa nel periodo di piano di circa 64,3 milioni di euro e una posizione finanziaria netta a fine 2013 positiva per 62,8 milioni di euro. Gli investimenti complessivi previsti a piano ammontavano a 63,9 milioni di euro, di cui 33,2 milioni di euro per l'approntamento delle infrastrutture e della rete *WiMAX* e la restante parte destinata alla realizzazione dei collegamenti clienti ed al potenziamento della rete ottica. Obiettivi in larga parte disattesi, ma che mettevano in evidenza la crescita ottenuta dal Gruppo sia in termini di obiettivi che di consapevolezza della propria forza e potenziale economico.

Il 2012 rappresenta un altro anno importante per Retelit. A fine ottobre di quell'anno veniva, infatti, nominato un nuovo Consiglio di Amministrazione, un Consiglio insolito per questo tipo di società, senza Amministratore Delegato e con tre comitati (Esecutivo, Controllo/Rischi e Remunerazioni) e con deleghe amministrative conferite al presidente Gabriele Pinosa e al vicepresidente Majdi Ashibani, numero uno di una delle partecipazioni più importanti e al tempo stesso atipiche di Retelit: la *Libyan Post Telecommunications Information Technology Company*. Nei primi nove mesi del 2012 la società non aveva ancora conseguito il primo utile della sua storia, l'EBITDA era positivo per 6,8 milioni di euro, l'EBIT negativo per 2,9 milioni, una perdita netta di 1,7 milioni, nuovi investimenti per 4,6 milioni, disponibilità liquide per 10,3 milioni di euro ed un'estensione di rete ulteriore di 85 km per un totale di 7.447 km di rete in fibra complessivi.¹⁰⁷ In questo periodo, fino al 2014, Retelit portava avanti un refocus sui servizi *broadband* e ICT per il mercato degli operatori, entrava a far parte del famoso consorzio AAE-1 per la realizzazione del cavo sottomarino da Marsiglia a Hong Kong, raggiungeva una significativa crescita della copertura nazionale aggiungendo nuovi servizi i quali poi si occupava di estendere ancora al settore delle imprese e della Pubblica Amministrazione.

Infine, nel 2015 veniva nominato ancora un nuovo Consiglio di Amministrazione, dove siedono alcuni elementi del *management* tuttora in carica nella società quali gli attuali Presidente e Amministratore Delegato il dott. Dario Pardi e il dott. Federico Protto. A tale Consiglio fu commissionato di stendere un piano per la rivalutazione di tutti gli asset di Retelit, ripensando il business dalle sue basi e modernizzando l'intera infrastruttura operativa e tecnologica. La

¹⁰⁷ Retelit S.p.A., *Resoconto di gestione 30 settembre 2017.*, Milano, 16 novembre 2017.

nuova *governance* ha tenuto fede alle aspettative rivelandosi vincente e implementando una nuova strategia che ha generato in seguito risultati migliori di quelli previsti all'inizio del suo mandato. Il problema fondamentale era condurre finalmente la società al suo primo utile dopo circa 15 anni di alti e bassi ed un *turnaround* ancora non del tutto portato a termine. Il primo passo fondamentale fu l'approvazione di un nuovo Piano Industriale di 5 anni basato sulla focalizzazione sul settore *Wholesale* (all'ingrosso di riferimento), la crescita del potenziale dell'azienda verso i clienti *Business*, lo sviluppo di nuove attività con un maggiore potenziale di crescita come la connettività e il VAS per il mercato Corporate e della Pubblica Amministrazione. Infine, il suddetto Piano prevedeva un ulteriore sviluppo delle attività relative al già citato cavo sottomarino AAE-1, per la realizzazione del quale il nuovo C.d.A è stato in grado di reperire i 50 milioni di euro verso i quali era impegnata.¹⁰⁸ Tutto ciò si è rivelata una strategia incredibilmente vincente che ha portato Retelit alla già citata pietra miliare della sua storia: il suo primo utile, nel 2016. Nei tre anni successivi il Piano ha superato le aspettative con una forte crescita annuale, una considerevole generazione di flussi di cassa e un rafforzamento della propria quota di mercato. Tutti elementi che hanno sancito in maniera definitiva il completamento del *turnaround* di Retelit dopo 15 anni dalla sua ristrutturazione.



Fonte: Protto F., CEO Retelit S.p.A., *Turnaround 2015-20*, Luiss, Roma, 29 novembre 2018.

3.4.7 Alcune considerazioni sulla ristrutturazione e il *turnaround*.

Passati in rassegna gli eventi e i dati finanziari riguardanti la ristrutturazione e il *turnaround* di Retelit, è arrivato il momento di fare qualche considerazione a riguardo, soprattutto sul ruolo che in tutta questa vicenda ha avuto la conversione del debito in capitale da parte di Sirti e, in generale, sull'utilità e i collegamenti tra sfera finanziaria ed economica di un DES per darne, infine, non certamente un giudizio, ma un'analisi delle sfumature che a prima vista potrebbero

¹⁰⁸ Protto F., CEO Retelit S.p.A., *Turnaround 2015-2020*, Luiss, Roma, 29 novembre 2018.

non essere evidenti e approfondirne la conoscenza. E' bene ricordare che, quello di Retelit, si tratti di un caso particolare e che, in quanto tale, non permette, da solo, di dare una panoramica certa ed approfondita degli effetti di un DES. Ma proprio in ragione della sua particolarità, come *player* di un mercato in forte sviluppo come quello digitale, per un'esposizione debitoria quasi totalmente da fornitura e per l'identità di operatore di infrastruttura, l'analisi della sua vicenda può portare spunti di riflessione importanti ed innovativi sullo strumento, non pienamente visibili e degne quantomeno di una considerazione per operazioni future dello stesso genere, per società della stessa natura o mercato. Secondo le dichiarazioni rilasciate dall'attuale amministratore delegato Federico Protto¹⁰⁹, infatti, nelle fasi immediatamente successive alla ristrutturazione finanziaria, l'allora ePlanet godeva di un vantaggio competitivo considerevole dovuto allo *swap* effettuato da Sirti. In questo modo, infatti, tutta l'allora infrastruttura di rete in fibra della società, sviluppata lungo il paese per più di 3000 km e nelle grandi città, si era parificata ad una sorta di conferimento societario della nuova ePlanet, ristrutturata ed in qualche modo "rifondata", sicuramente non formalmente, ma ufficiosamente. Si tratta di un aspetto che merita una certa analisi e riflessione. La critica fondamentale ad un collegamento di natura economica tra questo tipo di ristrutturazione finanziaria e il riavvio del *business* di Retelit potrebbe trovarsi essenzialmente nel lungo lasso di tempo, all'incirca 15 anni, trascorso tra la ristrutturazione e il primo utile realizzato. La natura del business della società, però, il quale si è da sempre basato su un'importante infrastruttura, ha permesso a Retelit di ottenere comunque dei considerevoli flussi di cassa (dovuti alla tipologia speciale di contratti caratterizzanti il settore delle telecomunicazioni e dei costi variabili in un certo senso esigui dei servizi offerti) che, malgrado la progressiva erosione del patrimonio sociale, l'ha mantenuta in vita, insieme anche ad un altro aumento di capitale nel 2008 da 35 milioni di euro (finalizzato essenzialmente però al finanziamento di nuovi investimenti nella tecnologia WiMAX e non ad un riassetto finanziario¹¹⁰), e in grado di onorare i propri debiti abbastanza a lungo da attendere che il *business* della fibra ottica divenisse veramente competitivo. Tale resilienza, dovuta alla propria infrastruttura di rete, trova, però, il suo più importante tassello proprio nel fatto che essa era stata, in gran parte, in qualche modo fornita da Sirti senza che questa ne richiedesse gli oneri tramite la rigida natura di un debito. Oltre a ciò, la possibilità di poter contare su una tale flessibilità inerente ai propri asset, deve aver necessariamente rappresentato per Retelit un notevole vantaggio concorrenziale nei confronti degli altri *player* del settore, anche in relazione alla nuova capacità di leva ottenuta e la conseguente facoltà di espansione ulteriore della rete e

¹⁰⁹ Protto F., CEO Retelit S.p.A., *Turnaround 2015-20*, Luiss, Roma, 29 novembre 2018.

¹¹⁰ Reuters, *Retelit aumento capitale per WiMAX, servizio attivo entro il 2008* <https://it.reuters.com/article/internetNews/idITL276490020080628>, 28 giugno 2008.

di sostenibilità del riposizionamento di mercato sul segmento dei servizi alle imprese, il secondo motore, forse ancora più importante dell'infrastruttura, che rende profittevole il *business* di Retelit.

Ovviamente sono da considerarsi anche gli effetti negativi di una siffatta operazione, individuabili soprattutto nel cambiamento degli assetti di proprietà e di *governance* della società che tipicamente caratterizzano e rendono ostico un *debt-for-equity swap*. Qui entra in gioco la natura del debito convertito. La circostanza, infatti, che si trattasse di un debito da fornitura, ha comportato il fatto che, ad entrare nel capitale, fosse una società appartenente ad un settore complementare e limitrofa di mercato, la quale, sebbene non abbia mai ritenuto la partecipazione in Retelit un asset di natura strategica per il proprio business, era sicuramente dotata di un insieme di competenze tecniche e *know-how* sicuramente maggiori rispetto ad un istituto di credito bancario od un *vulture fund*, i quali, per entrare nella gestione delle dinamiche societarie avrebbero probabilmente dovuto agire all'interno di una *joint-venture* con altre imprese del settore o che comunque difficilmente avrebbero avuto le capacità per gestire una società come Retelit dal fortissimo carattere tecnologico. Inoltre, Sirti, operando in un settore complementare a quello di Retelit, ha potuto far sfruttare alla società in crisi le sinergie operative di integrazione verticale verso il basso tipiche di questo tipo di acquisizioni¹¹¹ (come la manutenzione in *outsourcing* a Sirti della stessa rete). E' vero anche, però, che la conversione di questo debito da fornitura in capitale è alla base di buona parte delle vicissitudini negative in merito alla *governance* societaria che ne hanno caratterizzato l'azionariato fino ad oggi. E' dovuta a Sirti, infatti, la cessione nel 2006 di un'importante partecipazione azionaria, il 14,37%, alla *Libyan Post Telecommunications and Information Technology Company*, avvenuta a seguito dello sbarco in Libia proprio di Sirti e propiziato da buoni rapporti tra il governo Berlusconi e Gheddafi, partecipazione ad oggi parcheggiata nella finanziaria lussemburghese Bousval¹¹². Nel 2011, a seguito della caduta del regime del Raïs, non era ben chiaro a chi facesse capo questa partecipazione e ciò ha procurato non pochi problemi a Retelit, prima nell'assenza prolungata dei due consiglieri rappresentati del socio di maggioranza libico, poi nell'elezione di un C.d.A insolito, senza Amministratore Delegato, ma solo con un presidente affiancato da comitati e oggi con la sostanziale assenza di ingerenza nella gestione, fatto singolare per quello che rappresenta, appunto, il socio di maggioranza della società.

¹¹¹ Capasso A. *Valutazioni nelle operazioni di fusione e acquisizioni aziendali*, corso di Finanza Aziendale Avanzato, lezione n°5, Luiss, Roma, 20

¹¹² Olivieri A., *Retelit, tutti i segreti della contesa che ha visto in campo il premier Conte*, Il Sole 24 ore, 14 giugno 2018.

Passando, invece, ad un'analisi della ristrutturazione in sé, ai fini della presente tesi è interessante osservare come la conversione del debito in azioni sia avvenuta tramite una combinazione di stralcio del debito e conversione in azioni ordinarie. La conversione per mezzo di azioni ordinarie, era stata giudicata nel capitolo precedente, come uno dei sintomi di un sistema di equilibri, in termini di potere negoziale, in favore dei vecchi azionisti. Questo caso ne sembra propriamente un esempio. Retelit, invero, aveva già concluso un accordo di ricapitalizzazione a sostegno del Piano Industriale con il quale coprire per intero i propri bisogni finanziari, si trovava quindi, malgrado la situazione di crisi, in una posizione più vantaggiosa rispetto al caso classico senza ulteriori ricapitalizzazioni nel contrattare la conversione, riuscendo in qualche modo ad affievolire la propria debolezza negoziale. L'entrata nel capitale ha quindi avuto, nel processo di ristrutturazione, anche un valore strategico volto a sfruttare le potenziali sinergie integrative verticali (quali oltre alla manutenzione della rete in *outsourcing* alla stessa Sirti già citata anche i minori costi di ampliamento della rete medesima) e competitive per i motivi sopra esposti, oltre che col fine di rispettare la normativa CONSOB per l'esenzione dall'obbligo di OPA totalitaria (art.106, comma 5 TUF).

A rafforzare ancora la posizione dell'allora ePlanet era poi la sua quotazione sulla Borsa di Milano, la quale consentiva a Sirti una *exit-strategy* anche immediata sebbene a costo di una pesante svalutazione della partecipazione (strategia poi messa in pratica dalla , a seguito di una iniziale crescita al 20,1% nel 2002 e al 23,7% del giugno 2004, in maniera progressiva e dilazionata nel tempo e conclusasi con la crescita del valore azionario a seguito del primo utile conseguito).

E' interessante quindi elencare alcuni aspetti positivi e inaspettati di un operazione di *debt-for-equity swap* nel caso in cui sia un fornitore, in particolar modo di infrastrutture tecnologiche, il principale destinatario della conversione:

- Potenziali sinergie operative di integrazione verticale.
- Potenziale vantaggio concorrenziale dovuto all'acquisita flessibilità degli asset aziendali.
- Maggiore contributo in *know-how* alla gestione rispetto agli istituti di credito.
- Capacità di dilazionare nel tempo il dissesto in attesa della maturità di un business tecnologico "acerbo" e di un *management* vincente.

3.4.8 L' integrazione verticale tra aziende.

A sostegno del primo punto inerente alle potenziali sinergie operative di un'integrazione verticale come quella avvenuta fra Sirti e Retelit, può essere utile approfondire quali siano le tesi favorevoli e contrarie nella letteratura economica ad una simile tipologia di acquisizione. Alcuni

di questi punti, in concomitanza con quelli già analizzati della quotazione e della connessa *exit-strategy*, possono, infatti, aver influito sulla scelta operata da Sirti in quella che di fatto è un'acquisizione di una partecipazione in una società a valle nella catena del valore, ma in procinto di fallire.

La decisione di un'impresa di integrarsi verticalmente (ovvero di realizzare internamente più stadi successivi di produzione o di distribuzione di beni e servizi) rappresenta una decisione strategica fondamentale. Essa influisce, infatti, sul successivo comportamento di questa in relazione ai prezzi e alle attività promozionali di quell'impresa e dei suoi rivali¹¹³.

In condizioni normali (aldilà dello stato di crisi quindi) le imprese scelgono di integrarsi verticalmente per eliminare un'esternalità di mercato o ridurre i costi di produzione, scelgono, in sintesi, l'approccio meno costoso: si integrano se così facendo possono effettuare le necessarie fasi della produzione ad un costo inferiore di quello che sosterebbero se si appoggiassero a monte o a valle ad altre imprese.

I potenziali costi di un'integrazione verticale sono essenzialmente tre. In *primis* i costi di fornitura dei fattori di produzione o di distribuzione potrebbero essere maggiori per un'impresa integrata rispetto ad una che si rivolge a mercati concorrenziali spesso in grado di svolgere tali funzioni in maniera più efficiente. In *secundis*, non sono da sottovalutare neanche le variazioni in aumento dei costi di gestione di una realtà imprenditoriale più grande e, infine, non indifferenti potrebbero essere le spese legali sostenute per organizzare la fusione nei confronti soprattutto delle autorità legali (anche in ottica antitrust), costo, quest'ultimo, da cui Sirti e Retelit risultavano esenti in ragione dello stato di crisi e della frammentarietà accentuata del settore della fibra ottica nonché della relativamente ridotta dimensione delle due aziende. L'integrazione a sua volta, però, presenta almeno sei vantaggi:

- La riduzione dei costi di transazione. Integrandosi verticalmente un'impresa può ridurre i costi di transazione evitando ad esempio quelli che si sostengono per l'acquisto o la vendita ad altre società.
- La costanza della fornitura. Un'azienda può decidere di acquisire un fornitore per assicurarsi l'erogazione costante di un fattore di produzione fondamentale riducendo anche i tempi di consegna, risultando più facile scambiare le informazioni all'interno dell'impresa che tra imprese.
- La correzione di fallimenti di mercato. Un'impresa può integrarsi verticalmente per internalizzare e quindi correggere le esternalità dovute a fallimenti di mercato. McDonald's ad esempio, controllando tutti i suoi ristoranti è in grado di fornire un servizio dalla qualità

¹¹³ Carlton D.W., Perloff J. M., Beccarello M., Mosconi F., *Organizzazione industriale.*, 3. ed, McGraw-Hill, Milano, 2012.

uniforme, ciò a vantaggio di una reputazione che consente al consumatore anche in viaggio di aspettarsi una qualità di servizio minima in ogni ristorante della catena (esternalità positiva).

- L'eventuale elusione della normativa statale. Integrandosi le aziende sono in grado di evitare le restrizioni, le normative e le tasse governative a limitazione dei profitti o dei prezzi.
- L'acquisizione di potere di mercato proprio e l'eliminazione del potere di mercato altrui.

Il fornitore unico di un fattore di produzione può decidere di integrarsi a valle acquistando le imprese produttrici e distributrici aumentando i propri profitti da monopolio. Un'impresa produttrice può, a sua volta, decidere di integrarsi a monte acquistando il fornitore unico riuscendo a discriminare il prezzo ed eliminando la concorrenza. Un'impresa che subisce il potere di mercato altrui può poi decidere di integrarsi verticalmente per eliminare tale svantaggio. Ad esempio, a cavallo del secolo scorso, i produttori di latte statunitensi sostenevano di vivere una situazione di mercato monopsistico in cui era una sola l'impresa acquirente della loro offerta. Per aumentare il prezzo del latte decisero di integrarsi a valle per creare proprie aziende di lavorazione del prodotto.¹¹⁴

Quella di Sirti con ePlanet, quindi, fu l'acquisto di una partecipazione progettata probabilmente sia in un'ottica di un salvataggio finanziario che finalizzata a cedere una fetta della società a chi poteva, come un fornitore, sfruttarne in qualche maniera le sinergie a valle dovute ai fattori elencati sopra e monetizzarle per rientrare quanto prima dell'esposizione.

3.5 Il futuro di Retelit.

Il futuro della “piccola Telecom” appare ad oggi quanto mai incoraggiante. I “*macro-trends*” dell'industria delle telecomunicazioni segnalano innanzitutto una crescita del settore in Italia, un'accelerazione dei programmi di sviluppo delle reti di nuova generazione, una crescita nel traffico dati e della velocità media di connessione grazie alla tecnologia 5G, l'entrata nel mercato italiano di nuovi operatori (come Iliad) ed una crescita degli operatori di servizi infrastrutturali ICT.¹¹⁵ Inoltre, le aspettative sul mercato *Wholesale* internazionale sono di crescita significativa, sale in continuazione il tasso di crescita della domanda di banda larga, il prezzo unitario della capacità di trasmissione è decrescente, ma in misura minore rispetto alla crescita dei volumi. Il settore *Business*, infine, sta vivendo un costante processo di digitalizzazione e di conversione digitale grazie alla crescita del *Big Data analytics* così come

¹¹⁴ Carlton D.W., Perloff J. M., Beccarello M., Mosconi F., *Organizzazione industriale.*, 3. ed, McGraw-Hill, Milano, 2012.

¹¹⁵ Protto F., CEO Retelit, *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019

del *Cloud Computing* senza trascurare la *Cybersecurity*. L'industria dell' *Internet of Things (IoT)* è in fase di decollo grazie all'arrivo del 5G e del consolidamento di tecnologie come la *Network Function Virtualization*. Il sostegno istituzionale è poi significativo grazie al contributo del Piano Industria 4.0 che vede nelle *Mobile communications* e nell'introduzione del 5G nuovi attivatori digitali.

Il Piano di Retelit per gli anni 2019-2023 è basato, quindi, su tre pilastri fondamentali:

- Guadagnare quote di mercato nel *Wholesale* nazionale e internazionale facendo leva sul cavo AAE-1 e attraverso *partnership* strategiche.
- Aumentare la penetrazione nel segmento *Business* facendo leva sulla segmentazione della base clienti e ampliando i servizi offerti.
- Il consolidamento di un mercato frammentato tramite operazioni di M&A.

Riguardo al primo punto, la società ha intenzione di espandersi nel mercato *Wholesale* nazionale attraverso la fornitura di fibra ottica *backhauling* per gli operatori 4G, la capacità di *backhauling* per *WISP*, il posizionamento come operatore di riferimento nel sistema 5G, lo sviluppo delle offerte *SD-WAN "white label"* e la promozione di servizi internazionali per gli operatori nazionali. Per l'espansione nel mercato *Wholesale* internazionale, invece, Retelit ha intenzione di fornire fibra *backhauling* agli operatori internazionali, aprire nuovi punti di presenza in *Carrier Ethernet* e servizi IP in Asia e America, aumentando la capacità di *backhauling* a Marsiglia, in Sicilia e a Bari, il posizionamento come operatore chiave nel Mediterraneo per l'industria del cavo sottomarino e il consolidamento della posizione dei servizi B-END di Retelit in Italia verso *carriers* internazionali. Gli obiettivi finanziari per questi 5 anni nel mercato *Wholesale* nazionale sono:

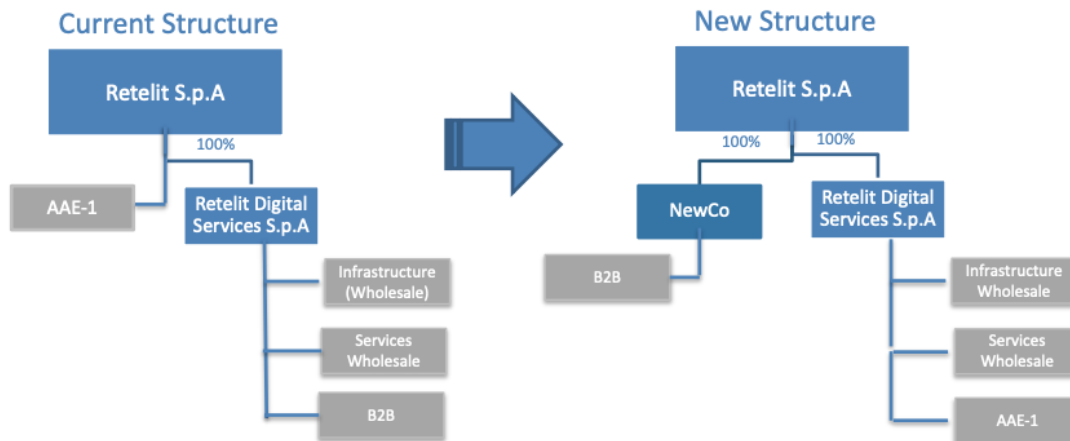
- Ricavi attesi per il 2023 tra i 30 e i 32 milioni di euro.
- CAGR atteso del fatturato del 2% fra il 2018 e il 2023.

Per il mercato *Wholesale* internazionale:

- Ricavi attesi per il 2023 tra i 42 e i 44 milioni di euro.
- CAGR atteso del fatturato del 6% fra il 2018 e il 2023.

Per quanto riguarda invece il secondo punto del Piano inerente al settore dei servizi per le imprese, Retelit progetta un'offerta ICT completa per aiutare le imprese nel loro processo di digitalizzazione attraverso i servizi di *Application Performance Monitoring*, *Multicloud*, *Cybersecurity*, *Connectivity*, *International Network*, *SD-WAN* e *Colocation* e soprattutto sviluppando soluzioni digitali specifiche per i settori della sanità, della moda, della finanza e dell'editoria proponendosi di ottenere ricavi in questo settore tra i 31 e i 33 milioni di euro ed un CAGR tra il 2018-2023 del 25%.

La società ha, inoltre, intenzione di attuare una riorganizzazione interna del gruppo in maniera tale da raggiungere una separazione funzionale in differenti entità legali col fine di migliorare il focus sugli indicatori chiave e oggetti specifici, fornire un servizio migliore ai propri clienti e per permettere alle società *target* in ottica M&A di accelerare il processo di consolidamento. La volontà è, infatti, quella di separare e organizzare in due società distinte i servizi alle imprese da quelli all'ingrosso nazionale ed internazionale.



Fonte: Protto F., CEO Retelit S.p.A, *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019.

Fondamentale è poi la crescita per linee esterne. Retelit, caratterizzata da un'attività la quale genera flussi di cassa importanti, ha a disposizione risorse tra gli 80 e i 100 milioni di euro per operazioni di M&A su più fronti. A livello locale e regionale per aggregare operatori più piccoli in modo da ottenere una maggiore copertura ed offerta riuscire a penetrare in maniera migliore nei distretti industriali di rilievo. A livello nazionale aggregando altri operatori nazionali per estendere ed ottimizzare la rete in aree a bassa gestibilità. Lo scopo è quello di diventare un grande operatore di mercato con fatturato superiore ai 200 milioni nel mercato B2B.

I target generali per il 2023 sono:

- Il raggiungimento di un fatturato tra i 104 e i 109 milioni di euro.
- CAGR dell'8%.
- Una migliore diversificazione dei ricavi.
- Ricavi dal cavo sottomarino AAE-1 tra i 18 e i 22 milioni di euro.
- EBITDA tra i 55-58 milioni e relativo CAGR del 12%.
- EBITDA margin del 45%.
- Una posizione finanziaria netta positiva tra i 117 e i 122 milioni di euro.
- Un CAPEX cumulato tra i 78 e gli 83 milioni.

3.5.1 Le recenti acquisizioni.

In realizzazione del Piano di crescita esterna, Retelit ha proprio recentemente realizzato due acquisizioni interessanti nella storia di *turnaround* che racconta la società.

In esecuzione di un contratto firmato il 22 ottobre scorso, il 14 gennaio 2020 è stato, infatti, perfezionato il *closing* inerente all'acquisto del 100% della società Partners Associates S.p.A (PA Group), un operatore del settore ICT e TLC composto da 9 aziende, con 61,8 milioni di fatturato, 16 sedi nel mondo, 680 professionisti e operante in 4 mercati . Operazione che porterà alla creazione di un player ancora più importante dell'ICT italiano e con un portafoglio ancor più diversificato tra infrastruttura e servizi a valore aggiunto (53% infrastruttura e 47% servizi). Un'integrazione verticale tra operatori complementari nell'ICT e in grado di coprirne tutta la catena del valore conseguendo, per Retelit, una crescita delle marginalità e dei volumi dovuti ad un ampliamento della gamma dei servizi offerti e un'implementazione della capillarità della propria infrastruttura nel Nord-Est grazie ad un Data Center, di proprietà PA, ubicato ad Udine¹¹⁶. Un'operazione dal prezzo di 60 milioni di euro a cui se ne potrebbero aggiungere 14 a seguito del raggiungimento di obiettivi di *sovraperformance* nel triennio 2019-2020-2021.

In aggiunta, in data 20 gennaio 2020, Retelit ha comunicato che il Gruppo Athesia ha accettato l'offerta vincolante, con *closing* previsto non prima del 30 giugno 2020, per l'acquisizione del 100% del capitale sociale di Brennercom S.p.A., un provider ICT e TLC con sede a Bolzano proprietario di tre Data Center e di una rete in fibra e che svolge la propria attività, con un organico di ca. 130 dipendenti, tra Italia, Austria e Germania presso ca. 10.000 imprese altamente fidelizzate e tra le aziende top di Alto Adige, Trentino, Tirolo e Verona raggiungendo un fatturato (al 2018 ultimo dato disponibile) di 32,4 milioni di euro. Si tratta di un'operazione da circa 52 milioni di euro finanziata in parte da Unione di Banche Italiane S.p.A, Intesa Sanpaolo S.p.A, MPS Capital Service per le Imprese S.p.A (con Banca IMI S.p.A quale agente) e a cui si è successivamente aggiunta Banco BPM. La finalità dell'operazione è quella di rafforzare la posizione di Retelit sull'asse Monaco-Tirolo-Milano ampliando ancora la propria infrastruttura e sfruttare le sinergie in ambito business con Brennercom attraverso offerte integrate e potenziate tra i due operatori. Infine, così come per PA Group, la parte venditrice entrerà a far parte della realtà risultante all'integrazione mostrando fiducia nella crescita del Gruppo Retelit¹¹⁷ il quale si appresta a realizzarsi veramente come “cristallo d'aggregazione” di un settore altamente frammentato come quello ICT e a sfruttarne questa sua intrinseca

¹¹⁶ Retelit S.p.A, *Perfezionato il closing dell'acquisizione della società Partners Associates S.p.A. (PA Group). Già avviate le procedure operative per l'integrazione delle società*, Comunicato stampa, Milano, 14 gennaio 2020.

¹¹⁷ Retelit S.p.A, *Il Gruppo Athesia accetta l'offerta vincolante formulata da Retelit Digital Services S.p.A. per l'acquisizione di Brennercom S.p.A.*, Comunicato stampa, Milano, 20 gennaio 2020.

potenzialità per crescere di dimensione e maturare col fine di diventare un autentico protagonista del mercato anche in termini di fatturato.

CONCLUSIONI

In sede conclusiva è bene fare un breve riepilogo delle considerazioni fatte progressivamente lungo il percorso dell'elaborato. Per quanto è inerente alla gestione anticipata della crisi d'impresa ed il processo di *turnaround*, la tesi si è proposta di raccogliere tutto ciò che riguarda il quadro normativo e le procedure di realizzazione di un *workout* di natura stragiudiziale. Quest'ultimo, in sintesi, si presenta come uno strumento dai costi diretti e indiretti minori rispetto a quelle che prevedono l'intervento di un giudice. Il *workout* è, infatti, più veloce e meno oneroso in termini di fattibilità, nonché più compatibile con i processi di profonda ristrutturazione del modello di *business* in ragione di una maggiore libertà nei contenuti (su cui non pesano pesanti vincoli normativi) e della possibilità lasciata all'impresa oggetto di ristrutturazione di mantenere confidenziali le trattazioni e l'accordo fino all'atto della sua stipulazione, aspetto di considerevole importanza nell'ambito, soprattutto, di società quotate soggette a vulnerabilità, in termini di oscillazioni di prezzo, dovute al dispiegamento non controllato di informazioni, sebbene per alcuni titoli, con di vincoli di trasparenza ancora più stringenti (come quelle che appartengono al segmento STAR della Borsa di Milano) questo vantaggio risulti inevitabilmente più contenuto a causa della continua diffusione delle informazioni rilevanti cui sono tenute.

La ristrutturazione stragiudiziale dispone in generale di un minor numero di formalità e controlli e un maggior numero, invece, di mezzi disponibili per il raggiungimento degli accordi privatistici con i creditori quali l'accordo di *standstill*, il *rescheduling* del debito, l'apporto di nuova finanza, la ricerca di nuovi Partner e la conversione del debito in capitale, disponibili anche nelle procedure giudiziali, ma in questa sede notevolmente facilitate e fluidificate non richiedendo il parere vincolante di un autorità preposta oltre alla convergenza degli *stakeholders* in gioco. Tutto ciò rispondendo, quindi, più prontamente a criteri di urgenza ed efficacia tipicamente necessari in una crisi in corso di svolgimento e che, in tempi brevi, potrebbe portare all'insolvenza e a procedure di risoluzione ben più articolate, nonché ad una situazione ancor più complessa da gestire e risolvere. Questa tipologia di accordi non è però perfetta, ed è questo il motivo che non le rende sempre applicabili. Essi, infatti, non sono opponibili a terzi in caso di successiva insolvenza e fallimento della società, non prevedono agevolazioni fiscali o previdenziali, non esentano l'azienda da azioni di revoca fallimentare in caso di insuccesso della ristrutturazione, fanno pesare l'intero costo della procedura di negoziazione sulla società già in crisi e soprattutto vincolano unicamente coloro che stipulano l'accordo, motivo per il quale richiedono notoriamente una diffusa partecipazione ed un largo consenso, aspetto

particolarmente difficile nelle concitate fasi iniziali che caratterizzano il *turnaround* di un'impresa in crisi.

La ristrutturazione effettuata da Retelit, però, è meritevole di mettere in luce, il successo del percorso intrapreso dalla normativa fallimentare, le soluzioni stragiudiziali in effetti, hanno espresso in questa situazione una notevole rapidità e fluidità d'azione trovando in tempi brevi la soluzione ad una situazione finanziaria problematica e, in aggiunta, con un largo consenso da parte dei creditori (più del 90%) segnando un precedente positivo a sostegno delle soluzioni in continuità che non prevedono l'intervento di un tribunale. Una dinamica che comunica la brillante natura del *Chapter eleven* statunitense, pioniere delle operazioni *loan workout* che non prevedono la "punizione" del fallito, tensione, invece, appartenente al diritto fallimentare italiano antecedente alle varie riforme susseguitesi negli ultimi anni.

Una gestione anticipata della crisi d'impresa e il monitoraggio continuo degli indicatori di questa, risultano uno degli ingredienti fondamentali del suo *turnaround*, così come prevenire è meglio che curare, così è bene che, una situazione come la crisi, divenuta ormai fisiologica in un mercato altamente competitivo come quello tecnologico, sia gestita quanto prima e con gli strumenti adeguati, tra i quali il *workout* spicca anche se ostacolato dal largo consenso che richiede fra le parti per esprimere il proprio vantaggio temporale e semplificativo a discapito delle possibili azioni di revoca successive in caso di insuccesso.

Relativamente ai casi analizzati di realizzazione di accordi di conversione del debito in capitale riguardanti il settore armatoriale italiano, è interessante notare, come proprio in questo mercato, i *vulture fund* facenti capo a fondi d'investimento statunitensi, abbiano espresso in maniera netta e significativa il proprio potere d'azione armati di un DES dalle implicazioni preponderanti come strumento di finanza straordinaria. La forza negoziale di questi si è espressa, infatti, sia nei confronti degli istituti di credito esposti largamente verso le società armatoriali (proprio a causa dell'ampio uso di leva di quest'ultime dovuto al significativo valore di garanzia delle navi stesse) acquistando a forte sconto del valore nominale gli NPL in grado di prendere il possesso delle medesime società, sfruttando a proprio vantaggio i vincoli normativi gravanti sugli istituti di credito e la loro urgenza nel liberarsene, nonché il loro deficit di competenze manageriali per entrare nel capitale di queste e risollevarle dalla situazione di crisi, e verso gli armatori, in qualche maniera obbligati alla cessione della gestione commerciale delle loro navi per non divenire definitivamente insolventi. Ciò ha evidenziato quanto un DES possa diventare potente nell'acquisizione ostile sia di un asset che di un'intero mercato (il 90% delle imprese armatoriali è stato infatti oggetto di operazioni di questo tipo).

I fondi Pillarstone Italy e Dea Capital, hanno, in questo modo, potuto sfruttare a proprio vantaggio la ciclicità intrinseca di un mercato come quello marittimo, soggetto alla fluttuazione

dei noli e all'andamento dell'economia globale, appropriandosene nel momento di maggiore depressione per sfruttarne poi le fasi *bullish* dovute ai fondamentali economici delle aziende del settore comunque non trascurabili e che, loro malgrado, le hanno rese particolarmente appetibili.

Caso, quello dello *shipping*, che mette anche in risalto le problematiche inerenti una conversione del debito in capitale che caratterizzano gli istituti di credito, i quali, a causa del loro modello di *business*, risultano difficilmente in grado di intraprendere operazioni di *turnaround* dai tempi lunghi e dagli esiti incerti in mancanza di una specializzazione nelle ristrutturazioni che, invece, rende i fondi avvoltoio particolarmente efficaci.

Ciò, a discapito non solo delle imprese familiari del settore dello *shipping*, che per lungo tempo ne sono state protagoniste, le quali si sono ritrovate oggi, invece, in qualche maniera "spossate" delle proprie imprese di cui hanno mantenuto la semplice gestione tecnica, ma anche degli azionisti degli istituti di credito, che hanno assistito sì ad un rapido smaltimento dei crediti deteriorati in seno alle banche, ma anche ad una importante distruzione di valore del proprio capitale.

Per quanto riguarda, invece, la ristrutturazione effettuata dall'allora ePlanet è, ovviamente, come anticipato, considerato il lungo lasso di tempo richiesto da Retelit per il suo *turnaround* e la molteplicità delle azioni intraprese dall'azienda a riguardo, difficile se non impossibile affermare che sia stato solo il *debt-for-equity swap* con Sirti a salvarla.

In realtà il discorso è ben più ampio e non può fare a meno di considerare quanto di successo si sia dimostrato, in realtà, la sua significativa ricapitalizzazione e il suo Piano Industriale, il quale, però, non è stato unico e anzi, come è prevedibile che fosse, è stato più volte rivisto, spesso disatteso e corretto nel corso degli anni, calibrato mano a mano con l'evolversi del settore digitale, passando dagli sfortunati e inconcludenti servizi di connessione diretta residenziale, a quelli all'ingrosso internazionale verso le imprese e i servizi al *business* di queste, cuore pulsante, insieme all'infrastruttura, della società. Anche un Piano Industriale lungimirante poi, sarebbe potuto non bastare se a portarlo avanti non ci fosse stato un management competente in grado di far fare veramente un salto di qualità all'azienda. Malgrado il percorso intrapreso, infatti, nel 2015, data dell'insediamento dell'attuale amministrazione, la situazione di Retelit non era certamente delle più rosee, necessitando questa dei capitali necessari alla realizzazione del famoso cavo AAE-1, dati finanziari connotati da una persistente fragilità (EBIT negativo) e la necessità di una strategia per il futuro in grado finalmente di realizzare il percorso di rilancio intrapreso.

E' logico affermare che il *turnaround* di qualsiasi impresa non possa prescindere dai propri amministratori che sono gli unici protagonisti a poter veramente risollevarla. E' possibile

affermare però, che lo strumento in questione, ha conferito a Retelit una considerevole resilienza verso le proprie difficoltà. Nel momento in cui è stata ristrutturata ed in qualche modo rifondata con un capitale più solido, infatti, la società ha acquisito quei fattori chiave riguardo alla generazione dei propri flussi di cassa che le hanno permesso di sopravvivere e protendersi verso un futuro che, sebbene in extremis, l'ha vista vincitrice. La flessibilità del suo attivo, l'iniziale "gratuità" della propria rete, hanno rappresentato un fattore concorrenziale fondamentale per il proprio mantenimento. Lo sfruttamento delle sinergie di integrazione verticale poi, in un business caratterizzato da un valore degli investimenti e dei conseguenti ammortamenti molto alto, ha rappresentato un fattore non sottovalutabile nella storia di sviluppo della sua infrastruttura che si estende oggi per più di 320'000 km di cavi in fibra ottica e nei confronti dei quali proprio Sirti è stata manutentore e ancora fornitore. Inoltre, il DES risulta uno strumento altamente malleabile e duttile alle situazioni negoziali tra le parti potendo sostanzarsi in una molteplicità di titoli, sempre inerenti il capitale dell'azienda, che ne permettono una calibrazione dettagliata sia nelle modalità di realizzazione che nella sua dilazione temporale attraverso i warrant. Notevoli sono però gli aspetti legati alla *governance* dovuti alla conversione che ne rappresentano forse l'aspetto più negativo e messo bene in luce sia dal caso di Retelit che da quelli riguardanti il settore armatoriale. Problematiche di controllo societario verificatesi, all'interno di Retelit a causa della partecipazione, del ca. 14 % del capitale, venduta da Sirti alla società libica di Poste e Telecomunicazioni che da lungo tempo rappresenta, suo malgrado, anche una fragilità nell'assemblea degli azionisti della società, con una presenza/assenza controversa che a fasi alterne si è mostrata sia come ago della bilancia degli equilibri dell'azionariato, con la nomina nel 2012 di Majdi Ashibani (allora presidente della *Libyan Post Telecommunications & Information Technology Company*) come vicepresidente di una C.d.A atipico e privo di un vero e proprio Amministratore Delegato, sia come attore preponderante, ma assente e lontano dalla gestione, proprio nel momento nel bisogno di una società ancora non in grado di camminare sulle sue gambe e bisognosa di un indirizzo chiaro, a causa degli eventi del 2011 di disordine e conflitti profondi verificatisi in Libia a seguito della caduta delle istituzioni vigenti al momento dell'acquisizione della suddetta partecipazione, eventi di natura straordinaria che deresponsabilizzano la proprietà libica senza però affievolirne gli effetti negativi. Un fattore di instabilità che non ha mancato di farsi sentire neanche più recentemente con la proposta di consiglieri d'amministrazione che non rispettavano i requisiti di genere previsti dalla normativa e che ha influenzato anche le modalità con cui il resto dell'azionariato (per la maggior parte diffuso) si è adattato alla situazione e aprendo una vulnerabilità nei confronti di possibili scalate ostili dell'azionariato che hanno

contraddistinto le problematiche recenti della società nelle quali, però, in ragione della loro delicatezza, la presente tesi non si propone di scendere ad analizzare.

E' doveroso aggiungere poi, ai fini di una panoramica il più possibile esauriente, che Retelit rappresenta un caso particolare di attuazione di una ristrutturazione finanziaria basata su DES. Si tratta di un'azienda importante in un mercato, come quello digitale, che sta conoscendo una rapida e sostanziale crescita evidenziata da tutte le statistiche di settore e protagonista di quelli che da alcuni è considerata la più recente rivoluzione delle modalità di produzione sia delle aziende che della Pubblica Amministrazione e che l'hanno resa oggetto di importanti interventi istituzionali in materia come le iniziative di Impresa 4.0 e la Strategia per la Bandaultralarga.

La natura dell'esposizione debitoria di ePlanet, che quasi per la sua totale entità era rappresentata da debiti di fornitura, ha pesato poi come fattore determinante per la scelta di una ristrutturazione tramite conversione, aprendo la strada alle sinergie di una verticalizzazione alla base della riduzione dei costi di transazione e della costanza della fornitura che, in concomitanza con gli altri fattori, hanno contribuito al rilancio della società.

Resta il fatto, però, che una ristrutturazione di altro genere forse non avrebbe permesso di far sopravvivere l'azienda abbastanza a lungo da vedere la propria tecnologia prendere il sopravvento di un mercato difficile e in continua evoluzione, in cui è sempre complicato delineare le soluzioni del futuro. Ciò mette in luce quanto, a volte, il tempo, sia in realtà il punto principe di un Piano di risanamento di successo, soprattutto in settore come quello del digitale, caratterizzato da un notevole dinamismo, in cui la fibra ottica, nonostante alcuni fra i suoi detrattori vedano nella rete wireless 5G il suo successore (sottovalutando il fatto che per la sua sussistenza questa necessiti inevitabilmente di una rete integrata con la fibra), rappresenta la tecnologia oggi più importante, ma ancora "acerba" e forse fin troppo avveniristica al momento della costituzione della società.

Sul piano industriale, però, ad aver determinato il successo di Retelit, oltre alla sua internazionalizzazione anche verso le mete più lontane del *Far East*, c'è la focalizzazione sui servizi alle aziende ulteriormente ampliata dalle recenti acquisizioni portate avanti, come quella di Brennercom, piccolo gioiello proprio dei servizi informatici b2b.

La natura peculiare di Retelit può quindi aver contribuito in maniera sostanziale alle connessioni di natura economica di una ristrutturazione finanziaria, importante oggetto di studio di questa tesi. In ogni caso, questa specificità lascia intravedere quanto possano essere pervasive le conseguenze di un *debt-for-equity swap*. In definitiva uno strumento potente, da solo sicuramente non risolutivo (come tutte le ristrutturazioni finanziarie esso non può prescindere da un Piano industriale e da un management competitivo), ma comunque

determinante sia in positivo, per i motivi sopra esposti, che in negativo, per le problematiche normative e di *governance* ad esso associate, per l'esito di un'operazione di *turnaround*.

BIBLIOGRAFIA

- Anitec-Assinform, *Il Digitale in Italia 2019. Mercati, Dinamiche, Policy*, ottobre 2019.
- Anitec-Assinform, *Il Digitale in Italia 2018. Mercati, Dinamiche, Policy*, ottobre 2018.
- Bernardi D., Talone M., *Sistemi di allerta interna. Il monitoraggio continuativo del presupposto di continuità aziendale e la segnalazione tempestiva dello stato di crisi da parte degli organi di vigilanza e controllo societario. Guida in materia di sistemi di allerta preventiva.*, n°71, I Quaderni, Scuola di alta formazione Luigi Martino, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, Milano, 2017.
- Brodi E., *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente sistema di allerta e composizione*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers, 2018.
- Butignon F., *Il governo delle imprese in crisi*, in Rivista dei dottori commercialisti, Giuffrè, Milano, 2008.
- Carlini V., *Retelit, non solo infrastrutture tlc: la sfida è sui servizi alle aziende.*, Sole 24 ore, 27 gennaio 2020.
- Carlton D.W., Perloff J. M., Beccarello M., Mosconi F., *Organizzazione industriale.*, 3. ed, McGraw-Hill, Milano, 2012.
- Capasso A., *Crisi e risanamento delle aziende*, corso Finanza Aziendale Avanzato, Lezione n°6, Luiss, Roma, 2019.
- Capasso A. *Valutazioni nelle operazioni di fusione e acquisizioni aziendali*, corso di Finanza Aziendale Avanzato, lezione n°5, Luiss, Roma, 2019.
- Capizzi V., *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*, Egea, Milano, 2014.
- Capuzzo N., *Armatori in crisi: le compagnie navali sono terra di conquista per i fondi*, *Business Insider* (29/7/2017).
- Capuzzo N., *intervista ad avv. Antuori*, Shipping and Law edition 2016., in *Ship to Shore* (2016).
- Chatterji S., Hedges P., *Loan workouts and debt for equity swaps: a framework for successful corporate rescues*, John Wiley & Sons, ltd, 2001.
- Danovi A., Legnani R., Ceruti F., Mazzucchelli A., *Interventi degli operatori di "Private Equity" nelle "Special Situations"*, in *Crisi d'impresa -sistema Frizzera-*, Il Sole 24 ore, novembre 2011.
- ePlanet S.p.A., *Bilancio ePlanet 31 dicembre 2002.*, Milano, 24 marzo 2003.
- ePlanet S.p.A., *Relazione Semestrale al 30 giugno 2001*, Rozzano, 29 agosto 2001.

- ePlanet S.p.A., *Relazione Trimestrale 31 marzo 2003.*, Milano, 14 maggio 2003.
- Fazzini M., Abriani N. *Turnaround Management*, IPSOA, Milano, luglio 2011.
- Filippetti S., *La doppia scalata a Retelit e Go Internet*, Il Sole 24 ore, 24 marzo 2019.
- Forestieri G., *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano, 2002.
- Gaudiosi L., *Il ruolo dei vulture fund nelle ristrutturazioni finanziarie dei crediti in sofferenza: aspetti operativi e di mercato*. Tesi di laurea in Business Administration & Corporate Finance, Luiss, a.a. 2015/16.
- Guatri L., *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, 1986.
- Intervista a Mark Rowan, partner fondatore del fondo Apollo Management, *The Best Returns Follows Chaos.*, www.knowledge.wharton.upenn.edu, Wharton University of Pennsylvania, 11 novembre 2009.
- Magri V., Premuda torna a comprare, in *BeBeez* (26/6/2019)
- Olivieri A., *Retelit, tutti i segreti della contesa che ha visto in campo il premier Conte*, Il Sole 24 ore, 14 giugno 2018.
- Peruffo E., *Le strategie di turnaround nell'era digitale: modelli di analisi e sviluppo*, McGraw-Hill, Milano, 2017.
- Pollio M. "Codice della crisi d'impresa: un errore circoscriverlo alla fase patologica", IPSOA, Milano, 2019
- Protto F., CEO Retelit, *A journey 2015-23*, Luiss, Roma, 30 ottobre 2019.
- Protto F., CEO Retelit, *Turnaround 2015-20*, Luiss, Roma, 29 novembre 2018.
- Ranalli R. *Le tecniche per gestire in anticipo le crisi*, in Rivista Trimestrale "Questione giustizia", Fascicolo 2/2019
- Retelit S.p.A., *Company overview*, Milano, 2019.
- Retelit S.p.A., *Corporate Presentation 9M 2019 Results*, Milano, 8 novembre 2019.
- Retelit S.p.A., *Il Gruppo Athesia accetta l'offerta vincolante formulata da Retelit Digital Services S.p.A. per l'acquisizione di Brennercom S.p.A.*, Comunicato stampa, Milano, 20 gennaio 2020.
- Retelit S.p.A., *Perfezionato il closing dell'acquisizione della società Partners Associates S.p.A. (PA Group). Già avviate le procedure operative per l'integrazione delle società*, Comunicato stampa, Milano, 14 gennaio 2020.
- Retelit S.p.A., *Relazione trimestrale 31 marzo 2006.*, Milano, 15 maggio 2006.
- Retelit S.p.A., *Resoconto di gestione 30 settembre 2017.*, Milano, 16 novembre 2017.
- Retelit S.p.A., *Rendiconto 30 settembre 2019*, Milano, 30 settembre 2019.

- Sottoriva C., *Crisi e declino d'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali.*, Giuffrè, Milano, 31 luglio 2012.
- Unione Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Salerno., *Gli indicatori di allerta: osservazioni e criticità*, Commissione di studio "Procedure concorsuali e giudiziarie", Maggio 2019.

SITOGRAFIA

- Askanews, *Banda larga, Protto (Retelit): Investire nelle aree industriali*, https://www.youtube.com/watch?v=G7tr7G2KfCQ&list=PLfoJ6FW7mHltrF0D1T9K_FgHd4NDcAhUY&index=4, 28/07/ 2016, visto l'11/02/2020.
- Bankpedia, associazione nazionale enciclopedia della banca e della borsa, *Principio di separatezza*, <http://www.bankpedia.org/index.php/it/121-italian/p/21773-principio-di-separatezza>., visto l'11/02/2020.
- Borsa Italiana <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-privilegiata.html>, visto il 4/12/2019
- Borsa Italiana, *Company Profile*, <https://www.borsaitaliana.it/companyprofile/pdf/it/438.pdf>, 30 gennaio 2020, visto l'11/02/2020.
- Greggio M. *“Il concordato preventivo nel nuovo Codice della crisi di impresa”*, Il Commercialista telematico, <https://www.commercialistatelematico.com/articoli/2019/03/concordato-preventivo-crisiimpresa.html>, 18/03/2019, visto il 22/11/2019,
- Intervista di N. Capuzzo a F. Vettosi del 13/6/2018 in “www.trasportoeuropa.it”
- Ministero dello sviluppo economico, *Piano strategico Banda Ultra Larga, Obiettivi*., <http://bandaultralarga.italia.it/piano-bul/obiettivi/>., visto l'11/02/2020.
- Private Capital Today (7/10/2019), *Le attività di DEA Capital nello Shipping*., https://www.aifi.it/private_capital_today/1556906-le-attivita-di-dea-capital-nello-shipping, visto l'11/02/2020
- Redazione Wall Street Italia, *La seconda volta di ePlanet*, <https://www.wallstreetitalia.com/la-seconda-volta-di-eplanet/>, 28/06/2001., visto l'11/02/2020.
- Retelit S.p.A., *Il Multicloud di Retelit*., <https://www.youtube.com/watch?v=6iK5JRJCSEI&pbjreload=10>, 15/05/2019., visto l'11/02/2020.
- Reuters, *Retelit aumento capitale per WiMAX, servizio attivo entro il 2008* <https://it.reuters.com/article/internetNews/idITL276490020080628>, 28/06/ 2008., visto l'11/02/2020.
- Smactory, *Piano Nazionale Industria 4.0, tutto quello che c'è da sapere*., <https://www.smactory.com/piano-nazionale-industria-4-0-tutto-quello-che-ce-da-sapere/>.,18/03/2019., visto l'11/02/2020.

- Sole 24 ore, *Argomenti, Retelit.*,
https://argomenti.ilsole24ore.com/retelit.html?refresh_ce=1,24/08/2016., visto l'11/02/2020.
- Strategia per la Banda Ultralarga, Ministero dello Sviluppo Economico.
[http://bandaultralarga.italia.it/piano-bul/strategia/.](http://bandaultralarga.italia.it/piano-bul/strategia/), visto l'11/02/2020.
- Treccani, *ICT*, [http://www.treccani.it/enciclopedia/ict_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/.](http://www.treccani.it/enciclopedia/ict_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/), visto l'11/02/2020.
- Vettosi F., Intervista di Capuzzo N., in “www.trasportoeuropa.it” (13/6/2018)., visto l'11/02/2020.

SINTESI

Questo elaborato si propone di analizzare uno strumento spesso sottovalutato dalla letteratura economica nell'ambito delle ristrutturazioni finanziarie: la conversione del debito in capitale da parte del creditore nei confronti dell'impresa in crisi e finalizzata al suo *turnaround*.

La disamina si focalizza sulla sua realizzazione nel panorama delle procedure stragiudiziali di ristrutturazione del debito, le quali presentano caratteristiche di celerità, semplicità ed efficacia che le rendono un mezzo idoneo al risanamento di un'impresa in difficoltà secondo il rispetto di criteri di urgenza e solerzia a vantaggio sia dei creditori, che evitano così procedure giudiziali lunghe, farraginose e spesso inconcludenti, e degli azionisti in quanto vedono la propria azienda riportata alla solidità finanziaria in maniera sufficiente a realizzare una strategia di rilancio adeguata. Lo strumento in questione sembra poi essere caratterizzato da effetti di natura economica, oltre che finanziaria, sul *turnaround* dell'azienda evidenziati dal caso preso in esame ponendosi, quindi, come tassello di congiunzione tra il Piano Industriale e il *workout* finalizzati al rilancio di una società in crisi.

La trasformazione digitale è uno dei grandi cambiamenti che hanno interessato i sistemi economici negli ultimi decenni. E come tale, ha rappresentato una delle tante sfide che le imprese debbono fronteggiare per continuare a creare valore.

In conseguenza di questi cambiamenti epocali, sono necessari nuovi modelli di business, cambiamenti di strategie, occorre governare una crescita che porta quasi sempre ad una impellente ricerca di mezzi finanziari. I risultati di questo percorso sono molte volte nuove opportunità di successo, in altri casi fa addirittura perdere di vista gli aspetti strategici del *business*, la necessità di un adeguato processo di pianificazione.

Le crisi di impresa sono il prezzo da pagare di questi cambiamenti e di questa globalizzazione, ma possono rappresentare un fenomeno momentaneo, una crisi di periodo, un po' come quella accade anche nell'ambito di un matrimonio.

La "crisi d'impresa" non è altro che l'incapacità dell'impresa stessa di generare valore concretizzandosi in una perdita economica degli asset aziendali e nell'incapacità continuativa e non occasionale dell'impresa di generare un adeguato flusso di cassa operativo, facendo perdere la fiducia degli *stakeholder*, creando un crescente stato d'insolvenza.

Può essere, però, uno stato momentaneo dettato da situazioni esogene, ambientali. Ci sono cause infatti di natura aziendale riconducibili al *management* della società o alla sua organizzazione interna e di natura esterna al settore in cui si opera, alla concorrenza o, sovente, a fattori macro-economici del Paese in cui opera, oppure a livello mondiale.

Magari, nella sostanza, l'idea di *business* è vincente, ci sono molti fattori positivi che fanno pensare ad un possibile rilancio una volta superata la contingenza negativa.

Il mondo economico e istituzionale di questo se ne è reso conto e, a parte le situazioni fraudolente, i famosi scandali finanziari (Enron, Parmalat, Cirio per citarne alcuni) che sono stati trattati giustamente dall'opinione pubblica in modo severo, così come dagli organi giudiziari (anche se forse in modo adeguato solo negli Stati Uniti), vi è stata una profonda evoluzione nell'atteggiamento nei confronti dell'imprenditore insolvente.

La riforma della legge fallimentare introdotta recentemente attraverso il nuovo codice di crisi delle imprese va proprio in questa direzione.

Anche la sostituzione del termine "fallimento" con quella di "liquidazione giudiziale" appartiene a questa nuova cultura del concetto di insolvenza.

Il fallimento classico dell'imprenditore, la sua "gogna" che rimane nel tempo come una macchia indelebile non giova a nessuno.

Non giova certamente alle esigenze pubblicistiche di tutela del credito, dei contraenti deboli, del sistema economico nel suo complesso, della salvaguardia dei livelli occupazionali. Tutto ciò ha creato la cornice per regolare le procedure di risanamento aziendale.

L'introduzione progressiva di nuovi istituti come l'allerta (della crisi) e gli assetti organizzativi a presidio e vigilanza dei corretti sistemi di *governance* ne sono l'esempio, insieme alle nuove regole di responsabilità degli organi sociali.

Il nostro legislatore, infatti, attraverso le nuove disposizioni che modificano gli aspetti di diritto societario ha così accentuato e obbligato gli operatori economici ad un diverso modo di concepire il *business*.

La modifica degli assetti societari è finalizzata a predisporre un sistema e una cultura che realizzi l'obiettivo prioritario del Codice, ovvero quello di permettere l'emersione anticipata della crisi, per sostenere e avviare il prima possibile soluzioni di risanamento quando l'impresa è ancora in grado di risanarsi e prima, cioè, che essa diventi irrimediabilmente insolvente. La crisi viene così collocata all'interno del più ampio sistema di gestione e controllo dei rischi, che costituisce oggi il perno della gestione e delle strategie dell'impresa.

Queste misure si concretizzano predisponendo un adeguato assetto organizzativo, ovviamente in proporzione alla dimensione dell'impresa, che possa cogliere preventivamente le situazioni di crisi. La visione deve essere sempre prospettica: valutare costantemente il prevedibile andamento aziendale per monitorare la sostenibilità del debito, definendo l'entità dei flussi futuri al servizio del debito stesso.

Le funzioni aziendali devono essere ben strutturate secondo il principio della segregazione delle attività tra il ruolo esecutivo e quello operativo.

Assumono una rilevante importanza senza dubbio gli organi di controllo societari, il revisore contabile e la società di revisione che possono arrivare alla segnalazione agli organi di controllo, all'Organo di Composizione della crisi di impresa (OCRI), il quale rappresenta la novità di questa riforma della legge fallimentare.

Il nuovo Codice affronta il tema degli indicatori della crisi che rappresentano l'oggetto del monitoraggio, fissando alcuni riferimenti di base, come gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario. Delega al Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili il compito di elaborare (con cadenza triennale) gli indici in questione o addirittura alla stessa impresa quelli che ritiene più confacenti alla propria attività, dandone giustificazione e rilevanza nella nota integrativa al bilancio.

Ciò che è essenziale per comprendere uno stato di crisi è comunque lo squilibrio finanziario o meglio l'insufficienza dei flussi di cassa al servizio del debito.

Gli indicatori finanziari ed economici come il FCFO e l'EBITDA o il NOPAT rappresentano riferimenti fondamentali per valutare un potenziale stato di crisi, ma vanno sempre visti in maniera prospettica individuando la capacità di tener sotto controllo il sistema aziendale.

Ciò che deve però essere colto in questa fase è anche il concetto di continuità aziendale che ha con la capacità di riequilibrio finanziario una radice comune.

Bisogna tendere a rinsaldare questo binomio equilibrio finanziario=continuità aziendale che, se rilevato in modo negativo nella fase di monitoraggio, deve essere prontamente ristabilito nella fase di risanamento.

Anche in questa fase il nuovo CCII ha mostrato un nuovo approccio rispetto al passato.

L'obiettivo di ristabilire l'equilibrio finanziario e nello stesso tempo consentire la continuità aziendale viene, infatti, meglio tutelata dal punto di vista giuridico, permettendo all'imprenditore o al *management* di una società di rivedere il processo di risanamento anche come un'opportunità per dare una svolta alla gestione dell'azienda attraverso un cambiamento soprattutto del modello di *business*.

Strumenti come i piani attestati risanamento e gli accordi di ristrutturazione, collocandosi nella fase stragiudiziale che erano già presenti prima della riforma anche se sono stati comunque migliorati, sono l'esempio di una volontà istituzionale che va verso questa direzione. Lo stesso concordato preventivo non liquidatorio pone il tema della prevalenza dell'importanza della continuità aziendale, finalizzato cioè a utilizzare risorse, per il soddisfacimento dei creditori, che derivino dalla prosecuzione dell'attività imprenditoriale, anziché dal ricavato della liquidazione.

I riferimenti normativi volgono verso la prospettiva di una rinascita dell'impresa. Il percorso di *turnaround* non è possibile, infatti, nell'ipotesi di liquidazione giudiziale o concordato liquidatorio.

I piani di risanamento che prevedono la continuità dell'azienda favoriscono gli accordi stragiudiziali che nella vecchia legge fallimentare erano difficilmente realizzabili per il loro possibile assoggettamento all'azione revocatoria.

Le azioni di risanamento non possono che orientarsi su una ristrutturazione dell'attivo e ad interventi sul passivo aziendale.

E' chiaro che va eliminato ciò che non è funzionale al cambiamento in corso. Ma ciò che è più importante è la ristrutturazione finanziaria attraverso gli accordi di moratoria del debito, di rimodulazione delle scadenze dei finanziamenti in essere, l'ottenimento di nuovi prestiti la ricerca di nuovi partner per eventuali ricapitalizzazioni e non ultimo la conversione di debiti in azioni che è poi l'oggetto della nostra analisi più approfondita.

In sostanza, quindi, si può facilmente notare come le soluzioni stragiudiziali siano palesemente più veloci e conseguentemente meno onerose. Esse sono anche maggiormente compatibili con processi di profonda ristrutturazione del modello di *business* e dell'assetto organizzativo aziendale, in quanto consentono una maggiore libertà di contenuti e di una maggiore riservatezza (aspetto dal peso significativo soprattutto per le società quotate). Inoltre, un accordo stragiudiziale, prevede un minor numero di formalità, di controlli e un maggior numero di mezzi disponibili per il raggiungimento di accordi privatistici con i creditori.

La soluzione stragiudiziale ha comunque un suo percorso da rispettare partendo dalla nomina dell'*advisor*, dalla modifica temporanea dell'organo gestionale con la delega specifica ad un soggetto rappresentante dell'impresa che dialoghi e negozi con i creditori. La Tesoreria deve rappresentare l'area più presidiata dal controllo con norme e procedure operative molto stringenti. Ci sono poi conseguenze sull'area industriale che deve ovviamente risentire della situazione di emergenza in corso.

Le operazioni di debito contro azioni si collocano nell'ambito più ampio delle operazioni *debt-exchange* e consistono in una riorganizzazione di capitale in cui i creditori scambiano o convertono una porzione dell'indebitamento di una società per una o più classi del suo capitale azionario rimborsando, in definitiva, l'esposizione per mezzo dell'offerta di azioni di nuova emissione. Esse hanno conosciuto una notevole diffusione nazionale (settore del trasporto marittimo) e internazionale negli anni successivi alla crisi del 2008 in ragione di aspetti vantaggiosi e intrinseci a queste sebbene di natura asimmetrica tra le parti interessate. Per l'impresa in crisi si tratta, infatti, di un metodo efficace di rafforzamento della propria struttura

finanziaria. Questa, infatti, vede sostituirsi agli obblighi rigidi a servizio del debito i *cash-flows* in uscita più elastici e correlati allo stato di salute aziendale nei confronti delle partecipazioni azionarie, rafforzamento che ovviamente dipende dall'entità del debito convertito, stralciato e della corrispondente partecipazione in capitale. Per i creditori il vantaggio è nell'evitare procedure giudiziali complesse e con bassi rapporti di recupero a discapito però di una posizione di rischio aumentata nei confronti di un'esposizione già deteriorata e, soprattutto, dalla natura drasticamente diversa rispetto a quella che, in particolar modo un istituto bancario è specializzato a gestire. Ciò è però compensato dall'acquisto di un ruolo di *governance* molto più profondo e che può risultare determinante per il *turnaround* aziendale, dall'opzione implicita alla partecipazione al valore dei dividendi futuri e della rivalutazione del capitale (spesso superiore all'esposizione debitoria stessa) e dal potenziale valore strategico dell'acquisizione di una società *distressed* nell'ambito delle operazioni di finanza straordinaria. Una manovra finanziaria con DES (acronimo appunto di *debt-for-equity swap*) si divide in tre componenti fondamentali: la conversione, la ristrutturazione del debito rimanente, l'apporto di nuova finanza.

Dal punto di vista tecnico una ristrutturazione di questo tipo inizia con una valutazione dell'attivo aziendale col fine di determinare quale sarebbe l'ammontare e la tempistica di un debito sostenibile col fine di armonizzare i rispettivi *cash flow* in entrata e in uscita. Nel fare ciò si considera anche il Piano Industriale per gli anni successivi e il relativo *Business Plan* per valutare, ovviamente, non solo la fattibilità della conversione, ma anche la sua sostenibilità futura. Dopodiché viene individuata la cosiddetta *fulcrum security* ovvero il titolo di debito che si prevede entrare in sofferenza caratterizzato dal grado di *seniority* maggiore, questo sarà il debito su cui si focalizzerà maggiormente la conversione. Il passo successivo è la scelta dei titoli inerenti il capitale societario che si intenderà utilizzare a fronte del debito. Le scelte possibili sono molteplici e vanno dalle azioni ordinarie ai titoli azionari più garantiti come le azioni privilegiate e di risparmio, così come anche le azioni e le obbligazioni convertibili passando per i vari diritti di opzione che possono essere annessi all'accordo per calibrarne in un senso o nell'altro gli equilibri. La scelta è basata essenzialmente sulla situazione specifica in seno all'azienda, in base allo stato e alla natura della crisi, sarà più o meno consono mantenere il più possibile la natura di debito dell'esposizione, attraverso titoli incorporanti un privilegio o *warrant* in grado di "granulizzare" il rischio dell'esposizione (così come la sua collocazione nel tempo a seguito di eventi fondamentali nella vita futura della società e caratterizzanti il buon esito del Piano Industriale), oppure, ancora, optare per titoli ordinari, che consentono una mano più pesante dei creditori nella gestione aziendale e un sacrificio maggiore ai precedenti azionisti. La scelta può risentire, però, anche del potere negoziale tra le parti e dall'identità

soprattutto dei creditori. Gli istituti bancari, infatti, saranno meno disposti a sacrificare la natura debitoria delle proprie esposizioni rispetto ai fondi d'investimento specializzati in ristrutturazioni. La scelta può risentire, inoltre, anche della natura del *business* dell'azienda in questione che può richiedere un tasso maggiore o minore di competenze tecniche specifiche al settore. In ogni caso la selezione della composizione del portafoglio titoli a fronte del debito determinerà la partecipazione al valore creato del *turnaround* futuro in caso di successo.

Determinata la *fulcrum security* e scelta la composizione del capitale in offerta, si passa alla definizione dello *swap ratio*, ovvero la quantità di debito da convertire e soprattutto la proporzione di capitale che verranno a detenere i creditori. Data la natura delle posizioni debitorie usuali di un'azienda, di ammontare significativamente più alto del capitale nonché a causa dello stato di crisi che determina spesso valori negativi del capitale stesso, una semplice conversione di ammontare pari al debito convertito comporterebbe una diluizione pressoché totale per i vecchi azionisti i quali, però, devono mantenere un qualche incentivo a non liquidare l'azienda e a partecipare alla ristrutturazione, considerato soprattutto che questa deve necessariamente passare per il voto favorevole della rispettiva assemblea. Questa è la fase più delicata del DES, frutto spesso di una negoziazione lunga e articolata che però ha il vantaggio di poter sfruttare la numerosità dei titoli e delle opzioni che riguardano il capitale e lo spettro sempre presente delle alternative procedure giudiziali. In esecuzione della ristrutturazione poi, si fa spesso uso di una società veicolo che possa raccogliere tutti i rami aziendali strategici dell'attivo e composta di un passivo totalmente rappresentato da capitale convertito da debito, è il caso, ad esempio verificatosi per Parmalat ed Alitalia le quali erano già, però, in uno stato di insolvenza realizzato.

Una conversione del debito in capitale ha poi notevoli conseguenze come strumento di finanza straordinaria. Specializzati proprio nell'uso di quest'ultimo a tale scopo sono i cosiddetti "fondi avvoltoio" o *vulture fund*, vale a dire quei fondi, principalmente di *private equity* ma anche *hedge fund* specializzati nell'investimento in società *distressed*, acquistate a prezzi considerevolmente più bassi (rispetto al valore nominale della loro esposizione), attraverso i loro debiti deteriorati ottenuti dalle banche, per poi lucrare sul loro *turnaround*. Questa tipologia di fondi, che vedono ampliarsi il proprio raggio d'azione in maniera anticiclica rispetto al mercato, vedono i propri obiettivi di investimento in società target definite come *Special Situations*, vale a dire quelle imprese in dissesto finanziario e con problemi economici temporanei o comunque transitori e suscettibili di un probabile esito positivo, finanziariamente deboli per colpa di una gestione dei relativi *cash flow* scorretta, per la ciclicità del *business* caratteristico o a causa di uno stato di crisi globale dell'economia, ma caratterizzate da buoni fondamentali economici.

La forza contrattuale e negoziale di questi fondi si esprime in una duplice veste. Dapprima nei confronti delle banche, incentivate fortemente al disinvestimento nei loro crediti deteriorati in ragione sia dei vincoli normativi imposti da Basilea riguardo alla quantità e alla tipologia di rischio che esse possono assumere, sia per rispettare un *principio di separatezza* delle attività economiche disciplinato dall'art. 19.6 del TUBC (vincolo quest'ultimo, però, già progressivamente indebolito fin dalla legge n. 787 del 1978), sia, infine, in quanto non aventi le competenze adeguate ad un investimento di questo tipo, dai tempi lunghi e implicante la gestione medesima delle società in crisi. In secondo luogo, il potere negoziale dei fondi avvoltoio, si esprime nei confronti degli azionisti della società target. Una volta acquistati i crediti deteriorati dalle banche, infatti, questi fondi non lasciano altra scelta agli azionisti che accettare negozialmente il DES o arrivare alle procedure giudiziali di gestione della crisi in cui, comunque, i fondi manterrebbero una posizione di forza grazie al loro *status* di creditori principali. Si tratta di una strategia, denominata *loan-to-own*, che può esprimersi, soprattutto negli Stati Uniti, anche nei confronti di singoli asset della società, grazie ad un *credit bid right* presente nella normativa americana. In generale si tratta di una strategia a lungo termine, spesso orchestrata all'interno di una *join venture* con altre società del settore (le quali conferiscono le competenze tecniche di gestione delle società in crisi) e caratterizzate da una lunga *due diligence*.

Uno dei suoi maggiori campi di applicazione recente in Italia è stato il settore del trasporto marittimo, che in questa sede viene analizzato come ulteriore caso pratico a causa della pervasività che ivi questo strumento ha avuto arrivando a decidere le sorti di ca. il 90% di tale mercato.

Il settore dello *shipping* era caratterizzato da aziende *capital intensive*, con un'alta leva finanziaria (in media dell'80%) dovuta a una rilevante redditività che lo ha contraddistinto in passato ed un elevato valore di garanzia offerto dalle navi stesse. La tendenza degli armatori, dovuta alla normativa ambientale, era quella poi di costituire una società per ogni nave (binomio *one-ship one-company*) che ha ulteriormente facilitato i fondi nell'acquisizione delle navi oggetto di garanzia. Inoltre, si trattava perlopiù di imprese familiari, aspetto che ha influito sulla loro gestione limitandone il ricorso all'azionariato diffuso e vincolandole ad una visione strategica tesa ad assecondare più che contrastare la ciclicità del mercato dei noli, prezzi verso i quali queste imprese sono particolarmente soggette. La gestione di un'impresa armatoriale è poi incentrata su tre aree fondamentali: la gestione finanziaria, la gestione tecnica (inerente alla manutenzione del mezzo navale e la gestione dell'equipaggio) dove più si esprimono le competenze tecniche della figura dell'armatore e la gestione commerciale che si occupa dell'impiego della nave sul mercato. Per quanto riguarda quest'ultima essa è caratterizzata da

una contrattualistica commerciale che prevede il noleggio delle navi a tempo (*time charter*) o a viaggio (*spot*) verso, soprattutto, *trader* o imprese petrolifere le quali pagano una rata (espressa in \$/giorno) per impiegare la nave col fine di venderne il carico o rifornire raffinerie e/o depositi sostenendone i costi variabili di carburante e ormeggio. La crisi del settore è derivata dall'incapacità del valore dei noli *spot* e *time charter* di sostenere il recupero dei costi e la realizzazione di un guadagno per gli armatori. Gli istituti di credito italiani maggiormente esposti nel settore erano Unicredit, Intesa Sanpaolo (per il 50% del totale) e Mps per un importo complessivo di 8 miliardi di euro di impieghi, di cui il 70% è stato, nel 2016, categorizzato come NPL. E' in questo contesto che il fondo Pillarstone Italy, appositamente costituito dal colosso del *private equity* americano KKR, è riuscita ad acquisire, nel luglio 2016, per 250 milioni di euro, il debito di Premuda, compagnia genovese, fra le poche allora quotata alla Borsa di Milano, di proprietà della famiglia di armatori Rosina e con una posizione debitoria totale di ca. 335 milioni di euro.

Una volta acquisita, Pillarstone si è occupata di delistarla, aggregarne il naviglio ottenuto tramite DES sulle singole navi con l'obiettivo, una volta risolledata, di riquotarla e renderla nel frattempo una piattaforma di gestione tecnica e commerciale per nuove acquisizioni nel settore. A metà gennaio del 2019, Pillarstone, infatti, tramite Premuda, acquista un'altra società dal Banco di Napoli (Intesa) ed Mps per un totale di 560 milioni di euro, la Rizzo Bottiglieri De Carlini Armatori (compagnia di Torre del Greco con una flotta di 16 navi), già dal 2015 in una procedura di concordato preventivo, esposta per 890 milioni di euro di debito bancario. Attraverso queste operazioni Premuda ha registrato, nel 2018, un giro d'affari di 36,2 milioni di euro ed un EBITDA di quasi 11 milioni.

Altro attore chiave del mercato in questione è stato il fondo di *private equity* milanese, di proprietà della famiglia De Agostini, Dea Capital Alternative Funds, che nel 2018 ha acquisito da Banco Bpm, Ubi e Banca Ifis 200 milioni di dollari di NPL per la ristrutturazione finanziaria di 4 società relative a 6 navi, portandone tuttora avanti altre 3 per ulteriori 6 navi. Questa ha lasciato agli armatori la gestione tecnica delle navi, di cui ha arruolato anche gli ex *chartering manager* appropriandosi della ben più lucrativa gestione commerciale. In generale, questi fondi hanno sfruttato a proprio vantaggio la ciclicità tipica di questo mercato, le vulnerabilità delle aziende dovute ad una inoculata gestione familiare che manteneva, però, una rilevante competenza manageriale tecnica, col fine di goderne invece delle fasi *bullish*. Resta il dubbio sul perché non siano state le stesse banche a gestire la ristrutturazione, probabilmente a causa della mancanza di specializzazione di queste nel gestire il recupero di imprese in crisi e dei vincoli normativi già citati, le quali hanno in questo modo, però, accettato una considerevole distruzione di valore per i loro azionisti.

Venendo al caso principale oggetto di studio, è bene fare dapprima una panoramica dei servizi e del mercato d'appartenenza dell'azienda in questione: Retelit.

Reti Telematiche S.p.A è uno dei principali operatori italiani di servizi dati ed infrastrutture nel mercato delle telecomunicazioni. Nata nel '96 col nome di Planetnetwork S.p.A sull'onda della cosiddetta bolla delle *dotcom*, si trasforma nel '99 in ePlanet e si quota nel 2000 alla Borsa di Milano, dove dal 2016, risiede nel segmento STAR. Le infrastrutture in fibra ottica della società si estendono per 12.500 km (320.000 km in termini di cavi) collegando 10 reti metropolitane in tutto il paese e 15 Data Center di proprietà, raggiungendone e collegandone un totale di 41 e mettendo in rete circa 4000 siti internet. La società si espande poi oltre confine con una rete di Pop (punti di presenza) tra Francoforte, Londra, Amsterdam, Parigi, Marsiglia e New York e con un cavo sottomarino che si articola in 19 paesi partendo da Marsiglia e arrivando fino ad Hong Kong e gestito dal consorzio internazionale AAE-1 (Asia, Africa, Europa - 1) di cui fa parte. Inoltre, Retelit è membro del consorzio *Open Hub Med* e di *NGENA*, un'alleanza globale di operatori di telecomunicazioni che condividono i propri *network*.

I servizi di Retelit, poi, vanno dal mercato *Wholesale* (all'ingrosso) nazionale ed internazionale di fornitura di rete ai grandi operatori OTT e non, ai servizi alle imprese e alla Pubblica Amministrazione per coadiuvarle nel loro lavoro come il *Multicloud*, i servizi di sicurezza informatica, *Cyber Security*, *Disaster Recovery* e *Business Continuity*, così come quelli di monitoraggio del proprio servizio attraverso l'*Application Performance Monitoring* e i servizi di rete basati su tecnologia SD-WAN. Servizi certificati e in linea con i massimi standard internazionali.

L'insieme degli strumenti appartenenti al settore ICT è divenuto particolarmente importante nell'ambito aziendale, tanto da essere ritenuto una variabile in grado di modificare la strategia d'impresa e aumentare la competitività della stessa. Le tecnologie della comunicazione dell'informazione, infatti, sono in grado di migliorare i processi decisionali interni, fornendo supporti a sostegno dell'analisi dell'ambiente competitivo (*data analytics*), modificando i processi lavorativi e introducendo cambiamenti radicali nel settore d'appartenenza, inoltre, permette la costituzione di un patrimonio informativo aziendale che diviene un importante risorsa interna. L'impatto dell'ICT è stato più volte studiato in Economia e paragonato, in termini di vastità della propria influenza su sviluppo, produttività e strutture produttive e organizzative, a quello avuto a seguito delle grandi rivoluzioni tecnologiche di "uso generale" quali la macchina a vapore o il ciclo del petrolio o dell'elettricità. Si parla, infatti, di tecnologie che hanno un costo decrescente nel tempo, dalle vastissime applicazioni e in grado di incidere sui costi degli altri input, degli output e della qualità del bene o servizio prodotto.

Il mercato dell'*Information and Communications Technology (ICT)* in cui opera la società rappresenta poi un settore in rapida crescita ed espansione a livello nazionale ed internazionale e testimoniato dalle statistiche di mercato. Per quanto riguarda il mercato italiano del digitale, esso ha sfiorato nel 2018 i 70, 5 miliardi crescendo ad un ritmo del 2,5% ed in maniera significativamente superiore al PIL. E' previsto che tale crescita di mercato si sia mantenuta stabile nel 2019 e che cresca ai ritmi del 2,8% e del 3,1% rispettivamente nel 2020 e nel 2021. A sostenere la crescita, più che il comparto dell'ICT, che sembra essere divenuto più tradizionale e maturo, è quello dei *Digital Enabler*, gli "attivatori digitali", vale a dire il settore delle tecnologie più innovative in ambito informatico e delle telecomunicazioni che comprende: le tecnologie emergenti in ambito *Big Data*, dell'*Internet of Things*, del *Mobile Business* e di *Cloud Computing* e Sicurezza. Scendendo un po' più nello specifico riguardo alle voci di maggiore crescita del mercato ICT, sono i servizi *Cloud* ad aver segnato, in Italia, la crescita più importante, 20%. Si tratta di un ambito poi, divenuto tanto protagonista del dibattito economico, da conoscere un significativo intervento istituzionale a riguardo sia a livello europeo che nazionale. Il Piano Nazionale Impresa 4.0, infatti, promosso anche dall'ultima Legge di Bilancio del 2019, ha previsto un insieme di misure, incentivi e agevolazioni fiscali tese a garantire una maggiore competitività e innovazione sostenibile per il tessuto industriale italiano quali: un iper (250%) e superammortamento (140%) per le imprese che investono in sistemi IT, un contributo in conto interessi dal 2,75% al 3,57% (Nuova Sabatini) per i finanziamenti di tecnologie 4.0, la cosiddetta "*Patent Box*" ovvero la tassazione agevolata sui redditi derivanti dalle opere di ingegno e una detrazione fiscale fino al 30% per gli investimenti in capitale di rischio delle *start-up* innovative. Il 3 Marzo 2015, poi, il Governo italiano ha approvato la *Strategia Italiana per la Banda Ultralarga* in ottemperanza agli obiettivi europei fissati nell'Agenda 2020 europea, la quale si propone di ottenere: una copertura di rete alla velocità di 100 Mbps dell'85% della popolazione, ad almeno 30 Mbps della restante quota di popolazione, e soprattutto, a 100 Mbps per sedi ed edifici pubblici (scuole, ospedali, etc.).

In ragione anche di questi fattori i primi nove mesi del 2019 sono stati molto positivi per Retelit, la quale continua a registrare andamenti positivi in tutte e tre le divisioni, *Wholesale* nazionale, *Wholesale* internazionale e *Business*. L'azienda presenta, infatti, un Utile netto di euro 6,8 milioni, in crescita dell'81% rispetto ai 3,8 milioni dei primi nove mesi del 2018, un EBITDA a euro 23,6 milioni, in crescita del 9% sempre rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, EBIT (Risultato operativo) a euro 7,6 milioni in crescita del 42%, un CASH EBITDA a 18,5 milioni in crescita del 21%, una PFN positiva per euro 4 milioni di euro e, infine, Ordini Commerciali per euro 37,9 milioni.

Al momento della sua ristrutturazione, nel 2001, la sua situazione era drasticamente diversa. Il Gruppo ePlanet (nome all'epoca della società) conseguiva ricavi consolidati per 14 milioni di euro, in calo per più del 10% rispetto all'anno precedente (15 milioni di euro c.ca). Il margine di contribuzione era inoltre più negativo di 3,1 milioni rispetto al periodo precedente, Il Gruppo poi annoverava un EBITDA fortemente negativo e in rosso di circa 26 milioni di euro, Il Risultato Netto era negativo per 44,4 milioni di euro, una liquidità netta pari a 1,5 milioni di euro, quasi azzerata rispetto ai 30,6 milioni al 31 dicembre 2000. Da questi dati di bilancio segue che agli amministratori non rimaneva altra scelta che una ristrutturazione industriale e finanziaria finalizzate da un lato al contenimento dei costi e dall'altro alla ridefinizione della tempistica degli investimenti e al reperimento di nuove risorse. In data 2 luglio 2001 il Consiglio di Amministrazione di ePlanet ha preso atto della conclusione degli accordi di ricapitalizzazione della società per un ammontare complessivo di 101.250.000 euro e degli accordi di ristrutturazione del debito annessi, ciò al fine di far fronte alla crisi finanziaria ed economica allora vigente ed ottenere l'esenzione da parte della Consob all'obbligo di OPA. La ricapitalizzazione, in particolare, fu deliberata in assemblea straordinaria il 4 settembre del 2001 mediante l'emissione di 101.250.000 azioni ordinarie dal valore nominale di 0,52 euro e al prezzo di emissione di 1 euro cadauna ed offerte ai soci con un rapporto di 135 azioni di nuova emissione ogni 10 possedute.

Per quanto riguarda la ristrutturazione del debito, al 30 giugno 2001 il Gruppo ePlanet era caratterizzato da un'esposizione debitoria nei confronti dei suoi fornitori per un ammontare, a lordo della relativa IVA, di ca. 95 milioni di euro, di cui 81, 5 ristrutturabili. Il 25,6% di esso era in capo a Sirti S.p.A, un'azienda specializzata nella progettazione, realizzazione e manutenzione di grandi reti di telecomunicazioni e che si era occupata proprio della realizzazione dell'allora infrastruttura in fibra di ePlanet e verso la quale quest'ultima accusava un debito di 24,3 milioni di euro. E' utile notare che l'esposizione della società verso il sistema creditizio era praticamente assente e che la quasi totalità del suo debito era costituito da debiti di fornitura. Base negoziale degli accordi di ristrutturazione del debito da fornitura fu l'operazione di ricapitalizzazione precedentemente esposta. Essa, infatti, una volta conclusa, avrebbe permesso ad ePlanet di onorare quantomeno le esigenze finanziarie di breve termine e di poter investire sul nuovo Piano Industriale concordato, gli accordi di saldo e stralcio e di riscadenzamento del debito sono stati, infatti, contrattati con questo presupposto. Il *workout* ha straordinariamente visto l'adesione di tutti i creditori principali e ha portato alla conclusione di accordi di ristrutturazione del debito da fornitura che riguardavano oltre il 90% del debito ristrutturabile e ca. il 78% dell'esposizione debitoria complessiva.

I principali effetti economici e finanziari del Piano di Ristrutturazione Finanziaria furono:

- Un *debt-for-equity swap* attuato da Sirti S.p.A. per la conversione di ca. 5 milioni di euro in capitale.
- Uno sconto complessivo sul debito verso Sirti di ca. 7 milioni di euro.
- La rinuncia ad interessi legali, convenzionali e di mora per 2,5 milioni di euro.

Furono ottenuti, quindi, sconti e conversioni in capitale per un ammontare di ca. 12 milioni di euro mentre i residui 83 milioni di debito furono in larga parte riscadenzati ottenendo la rinuncia agli interessi maturati e/o maturandi. Il Piano Industriale allora adottato per il *turnaround* prevedeva poi una strategia più conservativa ed una maggiore progressione nei risultati basata sui seguenti punti:

- La focalizzazione su 7 città/distretti.
- La copertura infrastrutturale con fibra e tecnologie complementari.
- Una concentrazione crescente su prodotti e servizi a valore.
- La riduzione dei costi ed il raggiungimento dell'efficienza aziendale.
- La dismissione delle attività e degli investimenti defocalizzanti.
- Il ritorno all'utile nel 2005.

L'evoluzione della gestione realmente verificata fu significativamente diversa senza aver perso, però, la visione sulla strategia di fondo incentrata, soprattutto, su una rifocalizzazione del *business* aziendale nei confronti dei servizi alle imprese. La società ha iniziato a intraprendere, quindi, un lungo percorso di *turnaround* verificatosi per tappe successive e concretizzatosi finalmente nel 2015, anno in cui Retelit ha conseguito il primo EBIT positivo della sua storia. Tra il 2005 e il 2007 la società ottiene i primi obiettivi di crescita diventando un dei primi operatori nazionali di telecomunicazioni, aumentando i propri clienti nazionali e internazionali conseguendo elevati risultati finanziari e inaugurando i primi progetti di servizi di telecomunicazione per la Difesa internazionale. Nel 2008 Retelit acquisisce la licenza come operatore WiMAX per il Nord e Centro Italia e inizia a erogare servizi wireless per i propri clienti, a finanziamento dei quali conclude una nuova ricapitalizzazione di 35 milioni di euro finalizzata, però, unicamente all'investimento in questo settore. Nei primi nove mesi del 2012 la società non aveva ancora conseguito il primo utile della sua storia, l'EBITDA era positivo per 6,8 milioni di euro, l'EBIT negativo per 2,9 milioni, una perdita netta di 1,7 milioni, nuovi investimenti per 4,6 milioni, disponibilità liquide per 10,3 milioni di euro ed un'estensione di rete ulteriore di 85 km per un totale di 7.447 km di rete in fibra complessivi.

In questo periodo, fino al 2014, Retelit porta avanti un *refocus* sui servizi *broadband* e *ICT* per il mercato degli operatori, entra a far parte del famoso consorzio AAE-1 per la realizzazione del cavo sottomarino da Marsiglia a Hong Kong, raggiunge una significativa crescita della

copertura nazionale aggiungendo nuovi servizi i quali poi si occupa di estendere ancora al settore delle imprese e della Pubblica Amministrazione.

Infine, nel 2015 viene nominato ancora un nuovo Consiglio di Amministrazione, dove siedono alcuni elementi del management tuttora in vigore nella società quali gli attuali presidente e amministratore delegato il dott. Dario Pardi e il dott. Federico Protto. A tale Consiglio fu commissionato di stendere un piano per la rivalutazione di tutti gli asset di Retelit, ripensando il business dalle sue basi e modernizzando l'intera infrastruttura operativa e tecnologica. La nuova *governance* ha tenuto fede alle aspettative implementando una nuova strategia che ha generato in seguito risultati migliori di quelli previsti all'inizio del suo mandato. Un nuovo piano incredibilmente vincente che ha portato Retelit alla già citata pietra miliare della sua storia: il suo primo utile. Nei tre anni successivi il Piano ha superato le aspettative con una forte crescita annuale, una considerevole generazione di flussi di cassa e un rafforzamento della propria quota di mercato. Tutti elementi che hanno sancito in maniera definitiva il completamento del *turnaround* della società dopo 15 anni dalla sua ristrutturazione.

Sul ruolo che in tutta questa vicenda ha avuto la conversione del debito in capitale da parte di Sirti e, in generale, sull'utilità e i collegamenti tra sfera finanziaria ed economica di un DES è bene ricordare che, quello di Retelit, è un caso particolare e che, in quanto tale, non permette, da solo, di dare una panoramica certa ed approfondita dello strumento. Ma proprio in ragione della sua particolarità, come *player* di un mercato in forte sviluppo come quello digitale, per un'esposizione debitoria quasi totalmente da fornitura e per l'identità di operatore di infrastruttura, l'analisi della sua vicenda può portare spunti di riflessione importanti ed innovativi.

Nelle fasi immediatamente successive alla ristrutturazione finanziaria, l'allora ePlanet godeva di un vantaggio competitivo considerevole dovuto allo swap effettuato da Sirti. In questo modo, infatti, tutta l'allora infrastruttura di rete in fibra della società, sviluppata lungo il paese per più di 3000 km e nelle grandi città, si era parificata ad una sorta di conferimento societario della nuova ePlanet, ristrutturata ed in qualche modo "rifondata". La critica fondamentale ad un collegamento di natura economica tra questo tipo di ristrutturazione finanziaria e il riavvio del *business* di Retelit potrebbe trovarsi essenzialmente nel lungo lasso di tempo, all'incirca 15 anni, trascorso tra la ristrutturazione e il primo utile realizzato, ma è nella natura di operatore di infrastruttura, il mezzo che ha permesso a Retelit di ottenere comunque dei considerevoli flussi di cassa (dovuti alla tipologia speciale di contratti caratterizzanti il settore delle telecomunicazioni e dei costi variabili in un certo senso esigui dei servizi offerti) che, malgrado la progressiva erosione del patrimonio sociale, l'ha mantenuta in vita e in grado di onorare i propri debiti abbastanza a lungo da attendere che il *business* della fibra ottica divenisse

veramente competitivo, infrastruttura di rete che, però, era stata, nelle sue fasi iniziali, in qualche modo fornita da Sirti senza che questa ne richiedesse gli oneri tramite la rigida natura di un debito.

Ovviamente sono da considerarsi anche gli effetti negativi di una siffatta operazione, individuabili soprattutto nel cambiamento degli assetti di proprietà e di *governance* della società che tipicamente caratterizzano e rendono ostico un *debt-for-equity swap*. E' dovuta a Sirti, infatti, la cessione nel 2006 di un'importante partecipazione azionaria, il 14,37%, alla *Libyan Post Telecommunications and Information Technology Company*, avvenuta a seguito dello sbarco in Libia proprio di Sirti e propiziato da buoni rapporti tra il governo Berlusconi e Gheddafi. Partecipazione che nel 2011, a causa della guerra verificatasi in Libia, non era ben chiaro a chi facesse capo lasciando la società spoglia di un indirizzo chiaro del suo socio di maggioranza in un momento di fragilità dovuto ad una situazione economica e finanziaria ancora difficile.

Tornando alla ristrutturazione in sé, è doveroso aggiungere che fluidificante fondamentale per la realizzazione dell'accordo era la quotazione di ePlanet sulla Borsa di Milano, che consentiva a Sirti una *exit-strategy* anche immediata, sebbene a costo di una pesante svalutazione della partecipazione, strategia poi messa in pratica dalla società in maniera progressiva e dilazionata nel tempo e conclusasi con la crescita del valore azionario a seguito del primo utile conseguito, altro aspetto principe del DES, forse il più positivo: esso è infatti l'unico strumento di ristrutturazione finanziaria che non comporta una necessaria perdita secca futura del creditore, il quale, sebbene solo nella migliore delle ipotesi di *turnaround*, può recuperare e addirittura guadagnare una differenza sull'intero valore nominale del credito deteriorato.

Ad oggi il futuro della "piccola Telecom" appare quanto mai incoraggiante.

Il Piano di Retelit per gli anni 2019-2023 è basato, quindi, su tre pilastri fondamentali:

- Guadagnare quote di mercato nel *Wholesale* nazionale e internazionale facendo leva sul cavo AAE-1 e attraverso partnership strategiche.
- Aumentare la penetrazione nel segmento *Business* facendo leva sulla segmentazione della base clienti e ampliando i servizi offerti.
- Il consolidamento di un mercato frammentato tramite operazioni di M&A.

Gli obiettivi finanziari per questi 5 anni nel mercato Wholesale nazionale sono:

- Ricavi attesi per il 2023 tra i 30 e i 32 milioni di euro.
- CAGR atteso del fatturato del 2% fra il 2018 e il 2023.

Per il mercato Wholesale internazionale:

- Ricavi attesi per il 2023 tra i 42 e i 44 milioni di euro.

Fondamentale è la crescita per linee esterne. Retelit, caratterizzata da un'attività la quale genera flussi di cassa importanti, ha a disposizione risorse tra gli 80 e i 100 milioni di euro per operazioni di M&A su più fronti. A livello locale e regionale per aggregare operatori più piccoli in modo da ottenere una maggiore copertura ed offerta riuscire a penetrare in maniera migliore nei distretti industriali di rilievo. A livello nazionale aggregando altri operatori nazionali per estendere ed ottimizzare la rete in aree a bassa gestibilità. Lo scopo è quello di diventare un grande operatore di mercato con fatturato superiore ai 200 milioni nel mercato B2B.

Ciò si è ad oggi concretizzato attraverso due acquisizioni interessanti nella storia di *turnaround* che racconta la società. Il 14 gennaio 2020 è stato, infatti, perfezionato il *closing* inerente all'acquisto del 100% della società Partners Associates S.p.A (PA Group). Operazione che porterà alla creazione di player ancora più importante dell'ICT italiano e con un portafoglio ancor più diversificato tra infrastruttura e servizi a valore aggiunto (53% infrastruttura e 47% servizi). In aggiunta, in data 20 gennaio 2020, Retelit ha comunicato che il Gruppo Athesia ha accettato l'offerta vincolante, con *closing* previsto non prima del 30 giugno 2020, per l'acquisizione del 100% del capitale sociale di Brennercom S.p.A., un provider ICT e TLC con sede a Bolzano proprietario di tre Data Center e di una rete in fibra e che svolge la propria attività, con un organico di ca. 130 dipendenti, tra Italia, Austria e Germania presso ca. 10.000 imprese altamente fidelizzate e tra le aziende top di Alto Adige, Trentino, Tirolo e Verona raggiungendo un fatturato (al 2018 ultimo dato disponibile) di 32,4 milioni di euro.

Così come per PA Group, la parte venditrice entrerà a far parte della realtà risultante all'integrazione mostrando fiducia nella crescita del Gruppo Retelit.

L'intera disamina dell'elaborato mette quindi in luce le sfumature meno evidenti della conversione di un debito in capitale azionario evidenziando, innanzitutto, l'utilità di una soluzione stragiudiziale della crisi d'impresa, più rapida e meno vincolata normativamente sebbene richiedente un diffuso appoggio tra i creditori. Inoltre sottolinea le sue potenzialità come strumento di finanza straordinaria nell'acquisizione ostile di società *distressed* ma economicamente valide e, infine, chiarisce le conseguenze che esso può avere, nel caso di un debito da fornitura, a livello economico sia come vantaggio concorrenziale che come mezzo per lo sfruttamento di sinergie di integrazione verticale. In definitiva uno strumento quindi potente, sebbene da solo non risolutivo, non potendo prescindere da un Piano Industriale adeguato e da un valido *management*, ma comunque determinante per l'esito di un *turnaround*.

