



Corso di laurea in Amministrazione, Finanza e Controllo
Cattedra Crisi d'Impresa

LA LOGICA D'INVESTIMENTO DEI FONDI NELLE
AZIENDE IN CRISI

Prof. Alessandro Musaio

RELATORE

Prof. Rosella Santella

CORRELATRICE

Gianmarco Grisia
Matr. 760111

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

Sommario

| | |
|--|------------|
| INTRODUZIONE | 1 |
| PRIMO CAPITOLO | 3 |
| LE CRISI D'IMPRESA | 3 |
| 1.1 <i>Creazione di valore</i> | 3 |
| 1.2 <i>Le quattro fasi degenerative dell'impresa</i> | 8 |
| 1.3 <i>Analisi delle cause della crisi</i> | 11 |
| 1.4 <i>Crisi e insolvenza</i> | 13 |
| 1.5 <i>Strategie di risanamento</i> | 15 |
| 1.6 <i>Il ruolo delle emozioni e della casualità nel cambiamento</i> | 19 |
| 1.7 <i>Analisi di bilancio per indici</i> | 23 |
| 1.8 <i>Modello Z-Score di Altman</i> | 33 |
| SECONDO CAPITOLO | 38 |
| ASCESA E SVILUPPO DEL PRIVATE EQUITY | 38 |
| 2.1 <i>Le origini del Private Equity</i> | 38 |
| 2.2 <i>Tipologie di fondi di investimento</i> | 42 |
| 2.3 <i>Gli attori del private equity</i> | 45 |
| 2.4 <i>Il Fundraising</i> | 50 |
| 2.5 <i>Forme di acquisizione e di finanziamento di un'azienda</i> | 53 |
| 2.6 <i>Le fasi di un deal</i> | 60 |
| TERZO CAPITOLO | 69 |
| GESTIONE E VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DISTRESSED | 69 |
| 3.1 <i>Operazioni di Turnaround</i> | 69 |
| 3.2 <i>Tipologie di special situations</i> | 75 |
| 3.3 <i>Il ruolo dei fondi distressed</i> | 79 |
| 3.4 <i>Valutazione delle aziende distressed</i> | 84 |
| QUARTO CAPITOLO | 90 |
| L'IMPATTO DEL PRIVATE EQUITY SULLE AZIENDE ITALIANE | 90 |
| 4.1 <i>L'evoluzione del Private Equity in Italia</i> | 90 |
| CONCLUSIONE | 97 |
| BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA | 99 |
| RINGRAZIAMENTI | 101 |

INTRODUZIONE

Oggi il quadro economico-finanziario internazionale è caratterizzato da continui e ripetuti cambiamenti, dove si succedono periodi di espansione e crescita alternati a periodi di recessione e contrazione. In un mercato che muta ed evolve continuamente, un'azienda, per affermarsi e competere, deve attuare varie modifiche all'interno della sua struttura organizzativa, adeguandola, quindi, ai mutamenti, al fine di non incorrere in una fase negativa che in casi estremi avvierebbe una crisi irreversibile.

In tale contesto, sono molteplici le cause che porterebbero a una reale crisi come l'insufficienza del credito, la limitazione dei fattori produttivi, la riduzione del profitto, una gestione inadeguata, gli errori delle aspettative e altre ancora.

Ed è qui che intervengono i fondi di ristrutturazione, presentandosi come un'alternativa valida per gestire le criticità aziendali, offrendo un supporto tempestivo con risorse finanziarie adeguate nel ripristinare questa fase di dissesto, stabilizzando, di conseguenza, l'attività verso un percorso di crescita sostenibile.

Negli ultimi anni le imprese, che necessitano di interventi, sono in continuo aumento e risanare un'azienda in difficoltà significa assumersi rischi significativi sia dal punto di vista finanziario che da quello operativo.

Per questi motivi, diversi acquirenti industriali pur possedendo competenza specifiche per intervenire in questa fase, spesso sono penalizzati dalla scarsa conoscenza degli aspetti tecnici e legali che caratterizzano tali tipologie di operazioni.

Nell'ultimo decennio, sulla scia del mercato britannico e americano, anche in Italia è stato adottato un particolare ambito del private equity e in particolare il turnaround, volto all'investimento in imprese in difficoltà.

Tutto ciò ha reso possibile la nascita di una nuova specifica categoria di investitori, che non si limita solo all'immissione di capitale di rischio, ma in virtù del know-how manageriale di cui è in possesso, apporta ulteriori vantaggi all'azienda in questione. Il processo di turnaround avvia un'indagine approfondita sulle cause del distress ed è finalizzata alla realizzazione di programmi a medio e lungo termine, dando un nuovo e diverso impulso alla gestione manageriale per la risoluzione della crisi.

La presente tesi è stata realizzata con l'obiettivo di approfondire il mondo del distress investing, una forma di investimento *alternativo* avente come asset sottostante aziende in tensione finanziaria, che hanno difficoltà a gestire la propria attività e a ricorrere, pertanto, ad altri finanziamenti.

PRIMO CAPITOLO

LE CRISI D'IMPRESA

1.1 Creazione di valore

Il principale obiettivo per un'impresa è la creazione di valore che si consegue con il raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario stabile e duraturo nel tempo, massimizzando i profitti realizzati a beneficio degli stakeholders e degli azionisti. L'equilibrio economico si realizza quando l'azienda ha la capacità di remunerare tutti i fattori produttivi, mentre quello finanziario deve far fronte ai propri impegni con i mezzi provenienti dal suo capitale, dai finanziamenti e dai ricavi.

La teoria della creazione del valore comporta:

- Un *criterio razionale* che implica una valutazione dei comportamenti aziendali, focalizzandosi sulla creazione di valore e sui risultati tangibili che possono essere ottenuti. Questo metodo si basa sulla logica di massimizzare i benefici rispetto ai costi, cercando di ottenere il massimo rendimento dalle risorse disponibili.
- L'*utilitaristico* considera gli obiettivi aziendali che possono generare benefici per gli stakeholder, in particolare per coloro che hanno investito capitale di rischio nell'impresa. Questo significa che la gestione aziendale si concentra non solo sul perseguimento di profitti, ma anche sulla soddisfazione degli interessi delle parti coinvolte, includendo gli azionisti, i dipendenti, i fornitori e la comunità circostante.
- *Finanziario e speculativo*, dove l'azienda prende decisioni basate sulle previsioni di mercato, sugli investimenti e sulle opportunità di profitto. È importante sottolineare che non implica necessariamente comportamenti rischiosi o irresponsabili, piuttosto, si tratta di una valutazione ponderata delle opportunità finanziarie disponibili. Tutto ciò offre un quadro completo per la gestione

aziendale, integrando il quadro finanziario con gli interessi degli stakeholder e delle opportunità di investimento.

Negli anni '80, il concetto di creazione di valore ha attirato l'attenzione degli studiosi, diventando il principale obiettivo per le imprese, ottimizzando pertanto sempre più la gestione aziendale. Per avere successo, non è più sufficiente essere solo efficienti, ma è essenziale anche essere efficaci. Questo cambiamento è stato avviato dal consolidarsi di specifiche dinamiche strutturali a seguito del costante e incalzante sviluppo della produzione nel periodo post-industriale.

Il reddito netto è determinato nel bilancio aziendale e viene utilizzato per misurare, attraverso l'indicatore contabile ROE, la redditività del capitale proprio di un'impresa ed inoltre è il risultato di prodotti e fattori produttivi standard che non sono però sufficienti a garantire la stabilità di un'azienda.

È necessario, dunque, che vi siano anche la competizione basata sul prezzo e l'efficienza per riuscire a comprimere i costi di produzione.

In questo contesto di stabilità operativa, la differenza tra costi e ricavi di un periodo amministrativo può essere considerata caratteristica della redditività di lungo termine di un'impresa.

Oggi, invece, la stessa deve misurarsi con una domanda caratterizzata da ulteriori fattori quali la varietà, la variabilità e la selettività, per cui è necessario sempre di più l'innovazione, la produttività, la qualità e il servizio. Per rimanere competitive le imprese devono innovare le proprie strategie produttive per massimizzare il valore di utilità dei loro beni o servizi, poiché la competitività non mira più al solo prezzo, ma richiede un mix appropriato anche sulla qualità, personalizzazione e servizio.

Ovviamente per tutte queste nuove problematiche che nel tempo si sono aggiunte, il risultato economico di periodo, basato soprattutto sul prezzo, non può essere più attualmente rappresentativo della redditività di lungo termine di un'impresa.

I proprietari che sono gli stakeholder di ultima istanza basano il valore dell'impresa sulla qualità del reddito, ricevendolo sotto forma di remunerazione, determinato in base al suo livello, alla sua costanza nel tempo e al grado di rischio associato che influisce direttamente sullo shareholder value.

Se, in un'impresa, tutto ciò fin qui sostenuto non accade, vi è l'esigenza di eseguire indagini pertinenti sulle cause dell'insuccesso e in quale stato sia la stessa¹.

Nell'ambito aziendale, infatti, è importante studiare l'analisi del rischio per distinguerlo da altre tipologie affini, evidenziandone i principali fattori che lo generano.

Difatti, è necessario tenere sempre d'occhio la capacità dell'impresa di produrre costantemente la sua crescita economica per sostenere i processi che ne scaturiscono.

Il rischio aziendale, pertanto, si può definire come la probabilità che un'impresa non sia più in grado di generare ricchezza in modo duraturo e in quantità sufficiente per remunerare adeguatamente i fattori produttivi impiegati, incluso il capitale apportato dai proprietari dell'azienda.

Questa definizione è comunemente utilizzata nella dottrina economica per descrivere il cosiddetto rischio economico generale e può presentarsi sotto diverse forme:

- Economica: quando il rischio è collegato a eventi futuri di natura economica che possono essere sia interni all'azienda che esterni, influenzando sulla sua capacità di generare ricchezza e portando a maggiori costi o minori ricavi.
- Generale: quando risulta difficile identificare cause specifiche o effetti precisi. In questo caso, l'intero sistema aziendale può essere visto come una combinazione di rischi diversi.
- Sistemica: questo tipo di rischio aziendale è rilevante sia per il suo processo di formazione che per la sua entità. Dal punto di vista formativo, deriva dalla combinazione di molti fattori non attribuibili a singole cause interne o esterne, ma risultanti dall'interazione di rischi specifici interdipendenti che ne possono generare ulteriori; dal punto di vista dell'entità, il rischio aziendale non è semplicemente la somma dei singoli rischi, ma una funzione della loro interazione. L'effetto sistemico si manifesta indirettamente attraverso la sinergia dei fattori di produzione utilizzati.

¹ https://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it/files/articles/1-10_saggio_ferrando.pdf

- Sistematica: il rischio aziendale accade quando la connessione tra i singoli rischi può generarne altri ancora. Questo deriva da una molteplicità di fattori in continuo mutamento ed è ineliminabile poiché i singoli rischi che lo compongono possono essere affrontati individualmente ma non simultaneamente.
- Speculativa: Rischi futuri possono portare a risultati positivi inattesi o addirittura superiori a quelli previsti.
- Dinamica: Il rischio aziendale è caratterizzato da un certo dinamismo e può essere valutato solo in base a parametri e giudizi soggettivi. Pertanto, può essere giudicato solo con informazioni disponibili e prospettive future.

Il rischio d'impresa, nella maggior parte dei casi, incide negativamente sulle condizioni di equilibrio necessarie per creare valore, producendo, di conseguenza, effetti sfavorevoli. Solo la presenza di una gestione capace di individuare le cause dei problemi e di intervenire rapidamente con gli strumenti appropriati per affrontarli, può prevenire il degrado della situazione o addirittura trasformare la crisi in un'opportunità per il rilancio dell'azienda.

Questo tipo di management sarà in grado, quindi, di identificare i fattori originanti, cioè quelli che hanno creato le cause scatenanti della crisi e possono essere sia interni che esterni.

Detto ciò, è generalmente più semplice agire sui fattori interni (come inefficienze organizzative, gestionali e produttive) rispetto a quelli esterni (come livelli di concorrenza, cambiamenti ambientali e variazioni della domanda), poiché quest'ultimi sono spesso meno controllabili.

Tuttavia, se tali interventi non vengono attuati, le conseguenze diventano evidenti sia dal punto di vista economico che finanziario, attraverso diversi segnali, tra cui:

- La contrazione del fatturato;
- L'incremento dei costi (o la riduzione dei ricavi) dovuti a perdite derivanti da un portafoglio clienti mediocre o da una scarsa qualità dei prodotti;
- L'aumento degli oneri finanziari derivanti da una gestione finanziaria squilibrata, spesso causata da inefficienza economica;

- Indicatori di redditività non congrui.

Questo dimostra come il rischio aziendale, nel suo complesso, derivi da una pluralità di fattori e provochi una varietà di effetti economici e finanziari che coinvolgono l'intero sistema aziendale².

² Alberto Dell'Atti, La gestione delle crisi aziendali: cause, strategie e piani di risanamento, 2023.

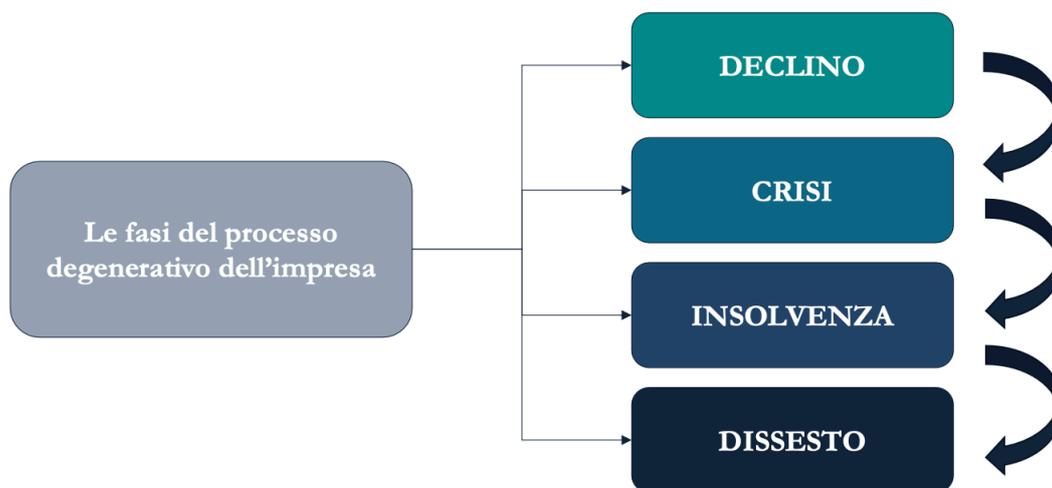
1.2 Le quattro fasi degenerative dell'impresa

La crisi aziendale può essere vista come un elemento naturale nel ciclo di vita di qualsiasi impresa che operi in un mercato competitivo. Gli squilibri economici, finanziari e patrimoniali sono sintomi di processi degenerativi e problematici, che se non riconosciuti tempestivamente e affrontati in modo adeguato, possono portare a un deterioramento, talvolta irreversibile, dell'intero sistema aziendale. Quando mancano controlli strutturali, indicatori sui processi gestionali, un management allineato alla creazione di valore nel lungo termine, l'azienda tende naturalmente verso il caos. Questo porta a una diminuzione delle performance complessive del sistema, compromettendo la qualità, la produttività, l'efficienza, l'organizzazione e di conseguenza, avremo l'aumento dei costi (anche in termini di sforzi) per ottenere risultati inferiori, con una riduzione della potenza complessiva dell'azienda.

Per individuare tempestivamente situazioni di declino, è cruciale disporre di un efficace sistema di controllo di gestione e di un adeguato sistema di reporting.

Questi strumenti sono finalizzati a valutare l'efficacia delle strategie e l'efficienza della struttura aziendale. Ogni processo di turnaround richiede un'attenta analisi delle cause profonde della crisi e dei processi degenerativi in corso o imminenti. L'obiettivo è quello di identificare e affrontare concretamente i fattori che alimentano la crisi, al fine di ripristinare un equilibrio economico, patrimoniale e finanziario.

La mancata comprensione delle cause sottostanti alla crisi e l'incapacità di risolvere anomalie intrinseche della stessa possono portare a ristrutturazioni incomplete e temporanee, con conseguenti effetti limitati sulla situazione finanziaria nel breve e medio termine. In definitiva, ciò potrebbe risultare inefficace nel risolvere la crisi in modo duraturo.



L. Guatri, *Crisi e risanamento dell'impresa*, 1986

1. Il "*declino*" segna l'inizio del processo degenerativo dell'impresa ed è contraddistinto non solo dalla diminuzione della sua capacità di generare reddito, ma anche di ridurre il valore del suo capitale economico.
Questa fase è potenzialmente recuperabile, ma richiede interventi tempestivi.

2. La "*crisi*" rappresenta un ulteriore aggravamento rispetto alla fase del declino. In questa fase, infatti, si verifica un'alterazione dell'equilibrio finanziario e patrimoniale dell'impresa, che porta all'instabilità dell'intero complesso aziendale. Senza interventi correttivi adeguati, questa condizione può portare a problematiche finanziarie con una perdita di fiducia da parte degli stakeholders, accelerando così il processo degenerativo.

3. L' "*insolvenza*" rappresenta la fase successiva alla crisi e si manifesta quando l'azienda non è più in grado di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni finanziarie.
Qui, il processo di risanamento diventa più difficile e meno probabile di successo. Richiede interventi drastici che non si limitano alla ristrutturazione finanziaria, ma coinvolgono anche i processi produttivi e gestionali dell'impresa.

4. Il "*dissesto*" rappresenta la fase più critica del processo degenerativo dell'impresa, indicando una condizione patologica dove il valore dell'attivo aziendale non è sufficiente per coprire i debiti³.

In sintesi, queste fasi degenerative sono un fenomeno naturale che possono colpire qualsiasi azienda, qualora queste si presentano incapaci ad includere nuovi fattori provenienti dall'esterno o dall'interno come, ad esempio, quelli capaci ad affrontare con successo la richiesta tra la domanda e l'offerta del mercato globale; ad includere nuove tecnologie; a massimizzare i benefici rispetto i costi; a sfruttare tutte le risorse che ha a disposizione ed infine ad ottimizzare gli interessi di ognuna delle parti coinvolte, stando sempre attenti a selezionare la varietà, i servizi, la qualità, la selettività, l'efficienza e nuovi prodotti.

Naturalmente vi sono ancora altri fattori da esaminare come il debito che affronteremo più avanti.

Per evitare una crisi d'impresa è importante e necessario promuovere nuove strategie produttive, tenendo conto della realizzazione dei suddetti fattori fin qui riportati, affinché si possa essere anche competitivi in un mercato sempre in continua e costante crescita ed evoluzione.

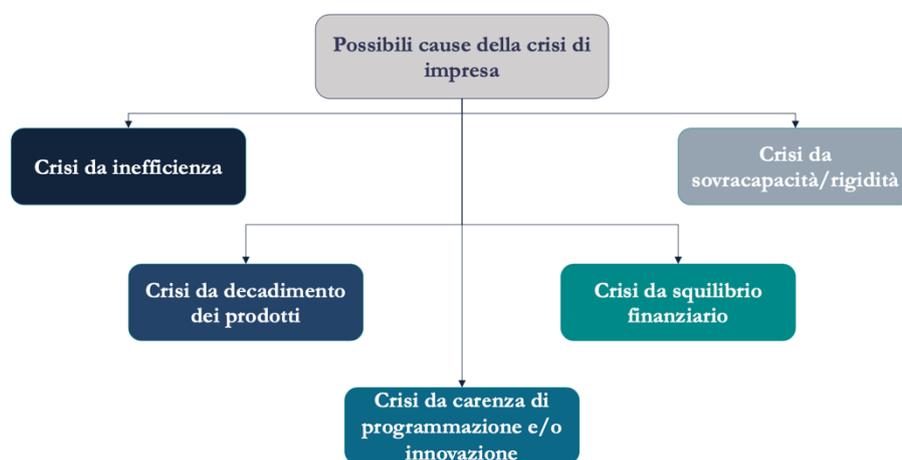
Ovviamente l'azienda necessita, inoltre, della presenza di un forte ed efficiente team, finalizzato al controllo della gestione della stessa, avente specifiche competenze capaci ad allontanare il pericolo di una possibile e rovinosa crisi.

³ Prof. P. Carbone, Appunti Crisi d'impresa e piani di risanamento, 2023.

1.3 *Analisi delle cause della crisi*

Le cause della crisi possono essere esaminate in base all'origine degli squilibri, differenziando quelle che si basano da fattori interni ed esterni.

1. I primi fanno riferimento a cause specifiche di origine “endogena”, riconducibili all'incapacità del management, l'inadeguatezza del sistema dei controlli interni, la rigidità dei costi ecc.
2. I secondi invece, fanno riferimento a fattori di origine “esogena”, risalenti a problematiche macroeconomiche, modificazione della domanda, variazione dei prezzi ecc.



Come viene esposto nel libro *Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di turnaround* a cura di Giovanna Mariani, sono due i principali motivi, solitamente intrecciate e in parte già prevedibili, la mancanza di competitività e il peso del debito.

Per quanto riguarda il primo è importante ricordare che la competizione sul mercato dipende molto più dal successo delle strategie gestionali che da quelle dei concorrenti. A causa della crescente concorrenza da parte di operatori provenienti da economie e culture nuove, come quelle dei Paesi Emergenti, le aspettative dei clienti stanno aumentando, con una richiesta di prodotti sempre più all'avanguardia e a prezzi sempre più bassi. Allo stesso tempo, sta emergendo una maggiore attenzione al servizio e alla cura del cliente,

elementi essenziali per influenzare le decisioni d'acquisto e favorire la fedeltà del consumatore.

In questo contesto, possono crearsi svantaggi competitivi sia a causa della mancata innovazione dei prodotti che non rispondono alle esigenze di funzionalità e sviluppo del mercato e sia a causa di servizi inadeguati che vanno dall'esperienza d'acquisto all'assistenza post-vendita.

La mancanza di investimenti nel processo produttivo e l'inefficacia degli interventi per ottimizzare i costi porterebbero, molto probabilmente, a una graduale diminuzione dei margini di profitto e causare un impoverimento progressivo del valore aziendale con un calo del sostegno da parte degli stakeholder esterni.

Il secondo motivo riguarda l'aumento progressivo della tensione finanziaria prodotta da una carenza di redditività prolungata, come risultato dei fattori precedentemente menzionati. Tuttavia, talvolta ci sono altre cause che non scaturiscono direttamente dal conto economico di un'azienda, ma il loro impatto è amplificato dal peso degli interessi passivi generati.

Le cause più comuni possono includere:

- Effetti di operazioni di acquisizione a leva, soprattutto se le dinamiche dei tassi di interesse diventano sfavorevoli.
- Espansioni rapide delle attività o acquisizioni di asset significativi non adeguate alle capacità di integrazione consentite dalle dimensioni dell'azienda.
- Risorse non ben bilanciate da parte degli azionisti, dovute a varie ragioni come il servizio del debito, i benefici per i vertici aziendali, o la struttura complessa dell'azionariato familiare.

Nella pianificazione aziendale è fondamentale gestire in modo adeguato e con azioni appropriate, queste diverse aree di vulnerabilità⁴.

⁴ Giovanna Mariani, Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround; con il contributo di Michele Pallottini; Pisa University Press srl; Edizione 2012.

1.4 Crisi e insolvenza

Nell'articolo 2 del Codice della Crisi d'Impresa, la crisi è descritta come uno stato in cui vi è un disequilibrio economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza del debitore, e per le imprese si traduce nell'incapacità dei flussi di cassa di coprire regolarmente gli impegni pianificati.

Di conseguenza, la crisi si verifica quando il disequilibrio economico-finanziario, non genera più flussi di cassa sufficienti per far fronte alle obbligazioni previste. Tali obbligazioni, come indicato dal legislatore, si riferiscono al prossimo futuro, in particolare agli impegni dei prossimi sei mesi. Infatti, queste sono previste dall'art. 13, 1° comma, del Codice della Crisi D'Impresa, «...rilevabili attraverso appositi indici che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi»⁵.

Sempre nell'articolo 2 del suddetto Codice, viene delineato il concetto di insolvenza come “lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”.

Quindi l'insolvenza è uno stato di inadempienza e si traduce in un fallimento qualora non si conseguano gli impegni presi nel rispetto delle modalità e dei tempi stabiliti.

Come afferma il Dott. Bruno Ricci, docente all'Università di Pisa, “il ritardo rappresenta il primo segnale di insolvenza”.

Quando non rispettiamo le modalità e i tempi delle nostre obbligazioni, entriamo in uno stato di inadempienza e quindi di insolvenza, ma è irrilevante se l'obbligazione verrà adempiuta in seguito.

Il concetto di insolvenza, come indicato dal legislatore nel Codice della Crisi, può manifestarsi anche quando il patrimonio complessivo dell'azienda è sufficiente rispetto ai debiti sociali.

In altre parole, secondo il legislatore, l'insolvenza è uno stato di mancato adempimento che deriva da un disequilibrio economico e finanziario nell'ambito caratteristico

⁵ <https://www.dirittofallimentaresocieta.it/indicatori-della-crisi-di-impresa>

dell'attività aziendale, compromettendo il regolare soddisfacimento degli obblighi. Quindi la crisi si riferisce al possibile inadempimento che di conseguenza porta uno stato di insolvenza nel futuro prossimo (almeno nei successivi sei mesi) e inoltre la stessa riguarda l'inadempimento delle obbligazioni correnti⁶.

⁶ <https://www.diritto.it/i-concetti-di-criisi-e-di-insolvenza/#:~:text=Ripetiamo%20ancora%20una%20volta%20che,della%20gestione%20tipica%20del%20business.>

1.5 Strategie di risanamento

Come più volte sottolineato, una crisi è spesso preceduta da una serie di segnali, più o meno evidenti, che non vengono percepiti o adeguatamente valutati rispetto alla loro effettiva importanza. La manifestazione progressiva di questi segnali, unita all'inerzia o all'incapacità della dirigenza, tende inevitabilmente a destabilizzare l'equilibrio aziendale. È quindi fondamentale comprendere l'entità degli squilibri e le cause che li originano, per poter valutare eventuali interventi di risanamento, oltre ai costi e ai rischi associati.

In altre parole, una volta accertato lo stato di crisi, è necessario valutare se conviene avviare un processo di risanamento o, in alternativa, optare per la cessazione dell'attività aziendale, che potrebbe comportare costi minori. Questa cessazione può avvenire tramite la vendita dell'azienda o la sua liquidazione, sia volontaria che forzata. Tale decisione è tutt'altro che semplice, poiché pone l'azienda di fronte a un bivio: proseguire l'attività, investendo nuove risorse umane e finanziarie, oppure decretarne la chiusura, con tutte le implicazioni economiche, finanziarie, sociali e psicologiche che ne derivano.

Il risanamento richiede coraggio imprenditoriale, competenza professionale e disponibilità di risorse finanziarie, ma soprattutto una valutazione attenta dei costi, poiché influiranno sulla futura situazione economica dell'azienda, e sarà quindi necessario verificare se riusciranno ad essere compensati dai futuri flussi di ricavi.

È ovvio che sia necessaria una politica che miri a eliminare le cause della crisi e dei relativi effetti. Solo così è possibile prevedere la probabile evoluzione futura dell'azienda e valutare se proseguire l'attività.

In questa prospettiva, il fattore tempo è fondamentale, ossia il periodo che intercorre tra la decisione di avviare il risanamento e il momento in cui questo inizia a produrre effetti positivi che risponde a tre fasi:

- La prima in cui l'azienda riesce a controllare i fattori che hanno generato la crisi, impedendo ulteriori effetti negativi;
- La seconda in cui il processo di ristrutturazione produce i risultati desiderati, riportando l'azienda in condizioni di equilibrio, anche minimo;

- La terza è quella di sviluppo, in cui l'azienda inizia a generare livelli adeguati di ricchezza.

È chiaro che più lunga è l'operazione di risanamento, maggiori saranno i costi che l'azienda dovrà sostenere. La sua durata dipende da diversi fattori, tra cui la dimensione dell'azienda, le sue caratteristiche, i tempi per sviluppare strategie di intervento, quelli per procurare le risorse richieste e le condizioni dell'ambiente esterno.

Quindi, è probabile che, con una dimensione aziendale più ridotta, azioni di intervento rapide e un contesto esterno favorevole, i tempi per uscire dalla crisi saranno più brevi e i costi relativi saranno minori.

Inoltre, è necessario verificare due condizioni: oggettiva e soggettiva.

La prima è la capacità potenziale dell'azienda di attuare il piano di risanamento con i mezzi disponibili internamente (patrimonio tecnologico, rete commerciale efficiente, struttura organizzativa adeguata, ecc.); la soggettiva è la presenza di individui disposti sia a investire risorse finanziarie sia a mettere a disposizione dell'azienda le proprie competenze manageriali e professionali.

Il tutto deve essere confrontato con gli obiettivi del risanamento e i risultati attesi, per comparare i potenziali benefici con i costi da sostenere. Pertanto, strategie, tempi e costi di risanamento sono tre elementi strettamente collegati tra loro.

Un'azienda potrebbe avere obiettivi stabiliti e risorse disponibili, ma le strategie da attuare potrebbero non essere compatibili con i tempi a disposizione; oppure avrebbe obiettivi e tempi di attuazione, ma non disporre delle risorse necessarie.

Per questo motivo, prima di attuare un vero e proprio piano di risanamento, è essenziale verificare la sua concreta fattibilità e confrontarlo con l'altra ipotesi, ovvero la cessazione dell'attività aziendale.

Questa soluzione comporta, anch'essa dei costi, oltre a quelli psicologici come la perdita di immagine dell'imprenditore, l'indebolimento della sua posizione sociale e gli effetti negativi su altre eventuali aziende possedute. È ragionevole supporre che tali costi siano più contenuti nel caso della cessione rispetto alla liquidazione, poiché nel primo caso

l'attività aziendale continua sotto un altro soggetto, garantendo almeno la conservazione dei posti di lavoro.

Tutto questo necessita, quindi, di attente valutazioni:

- a) Valutazione dei costi necessari per risolvere la crisi;
- b) Valutazione dei benefici futuri derivanti dalle azioni di risanamento;
- c) Valutazione dei costi di cessazione dell'attività. Quest'ultima può includere la perdita di valore derivante dalla vendita degli asset aziendali e i costi del procedimento stesso, (le consulenze tecniche, il compenso dei liquidatori, e gli indennizzi per la risoluzione dei contratti in essere). In cambio di questi costi, l'azienda otterrà i ricavi dalla vendita del proprio patrimonio.

È quindi fondamentale anche analizzare: il risultato della liquidazione, (derivato dal bilancio finale di liquidazione prospettico); il valore di vendita dell'azienda e i benefici economici attesi dal processo di risanamento.

Inoltre, i risultati di ognuno di questi verranno ponderati con i costi che l'azienda dovrà sostenere per ogni procedura scelta, che può andare dal risanamento, alla liquidazione o alla cessione dell'azienda. Questo confronto deve poi essere integrato e rettificato in base ai vantaggi strategici derivanti dal risanamento o dagli effetti psicologici negativi che porta la cessione dell'azienda⁷.

In conclusione, conviene avviare un processo di risanamento o una cessione dell'attività con la conseguente vendita o liquidazione della stessa?

Per capire come procedere è necessario una valutazione dei costi che saranno impiegati in ambedue i casi e se riusciranno, quest'ultimi, ad essere compensati dai ricavi futuri.

Sapere qual direzione intraprendere comporta conoscere le cause che hanno scatenato la crisi, impedendo così ulteriori effetti negativi, portando l'impresa ad avere almeno un minimo di stabilità economica-finanziaria affinché possa iniziare a generare ricchezza. Naturalmente più piccola è l'azienda e con rapidi interventi, i tempi risulteranno più brevi per uscire dalla crisi e i costi saranno sicuramente minori.

⁷ Alberto Dell'Atti, La gestione delle crisi aziendali: cause, strategie e piani di risanamento, 2023.

Bisogna accertarsi se l'azienda ha mezzi propri come la tecnologia, un buon management e altri fattori, ma soprattutto operatori disposti ad investire e a mettere le proprie competenze professionali a disposizione dell'azienda. Questa potrebbe avere risorse finanziarie adeguate e ottime strategie ma non i tempi necessari per la loro attuazione o il contrario.

Per la cessazione vi sono anche altri tipi di costi come quelli psicologici (che saranno minori nel caso della cessazione rispetto ai costi di una liquidazione) e quelli che scaturiscono dalla vendita degli asset aziendali (compenso dei liquidatori, vari indennizzi, consulenze tecniche ecc.).

1.6 Il ruolo delle emozioni e della casualità nel cambiamento

Quando si parla di cambiamento, questo deve essere affrontato come un processo dinamico ed evolutivo, implementando meccanismi che portino a miglioramenti continui. In questo contesto, la dinamica emotiva delle persone coinvolte e dell'organizzazione nel suo complesso, è un fattore strategico fondamentale, poiché permette di individuare e comprendere soluzioni innovative ed efficaci. In altre parole, non si può pensare a un processo di cambiamento basato solo sulla razionalità, trascurando la dimensione emotiva delle persone coinvolte. Uno dei principali fattori emotivi è il grado di fiducia, cioè la convinzione che le persone hanno nella strategia di cambiamento. Pertanto, non basta modificare una struttura organizzativa, ma è essenziale che i soggetti coinvolti credano nella validità della strategia scelta.

Spesso si pensa a una strategia di cambiamento solo quando l'azienda manifesta segni evidenti di difficoltà, invece di farlo quando i risultati sono positivi. È fondamentale, quindi, sfruttare l'opportunità del cambiamento quando l'andamento aziendale è favorevole, per apportare ulteriori miglioramenti, prevedendo così anche future crisi. Questo approccio è descritto nel modello Change Map, secondo cui il successo del cambiamento si raggiunge attraverso tre fasi cicliche continue:

- La motivazione è cruciale perché indirizza le persone verso il cambiamento, lavorando sull'aspetto emotivo e creando un clima di fiducia nel progetto, favorendone così la realizzazione e il raggiungimento dei risultati attesi.
- L'attivazione implica lo sviluppo e il sostegno del cambiamento, attraverso l'acquisizione di conoscenze, nuovi comportamenti e nuove modalità di implementazione.
- La riflessione riguarda l'analisi dei risultati ottenuti e l'apporto dei correttivi necessari in caso di deviazioni dal percorso previsto.

In questo modo, si opera in un'ottica ciclica di miglioramento continuo, avvicinandosi progressivamente agli obiettivi prefissati.

Nel contesto aziendale, un altro fattore importante è l'attività previsionale, poiché permette di pianificare consapevolmente il futuro dell'azienda e di individuare le strategie e gli strumenti più adeguati a trovare la direzione più idonea. Tuttavia, è fondamentale considerare un aspetto spesso trascurato: la casualità degli eventi.

Come già menzionato, la vita aziendale è influenzata anche da eventi futuri di cui è difficile conoscere in anticipo le modalità, i tempi di manifestazione e gli effetti. La probabilità che si verifichi un evento casuale implica la comprensione dell'evento stesso, nonché la percezione dell'incertezza e l'elaborazione del rischio che ne può derivare.

Secondo una dottrina aziendale autorevole, la casualità è spesso sottovalutata e confusa con il determinismo, la probabilità come certezza, la fortuna come abilità, e la teoria come realtà. Di fronte a tali convinzioni, si tende a credere che una strategia aziendale sia eccellente, che il management sia il migliore possibile e che le risorse umane siano tutte capaci e idonee a svolgere i loro ruoli. In altre parole, si è convinti che il successo aziendale sia determinato esclusivamente da questi fattori, ignorando il ruolo del "caso", ovvero l'insorgenza di condizioni indipendenti dall'azienda che possono contribuire al successo.

Spesso, il successo è giudicato dai risultati positivi ottenuti, attribuendo tali risultati alle capacità imprenditoriali e manageriali, senza considerare che alla base può esserci anche la fortuna, ossia un evento favorevole che ha contribuito a quei risultati. Questa variabile può innescare un circolo virtuoso, così come, se negativa, può causare un circolo vizioso. In altre parole, c'è la tendenza a concentrarsi sull'aspetto esteriore dei risultati e della ricchezza prodotta, senza analizzare adeguatamente le cause originarie.

Il successo dell'azienda potrebbe aver funzionato per pura casualità e quindi potrebbe essere frutto del caso. Dobbiamo anche però affermare che senza questo fattore, ci sarebbero condizioni di equilibrio e fonti di informazione che permetterebbero di fare

previsioni certe e sicure, ottenendo risultati predeterminati e ciò sarebbe possibile anche se la casualità fosse nota, ovvero se si conoscessero in anticipo gli eventi futuri.

La casualità non è conoscibile né prevedibile con certezza. Questo, tuttavia, non significa che la conoscenza e il sistema informativo siano irrilevanti per il benessere di un'azienda, al contrario, un aumento di dati e informazioni migliora la conoscenza e facilita le previsioni, pur sapendo sempre che può presentarsi questo fattore.

In definitiva, la variabile "caso" non può essere ignorata, indipendentemente dai suoi effetti, poiché spesso è determinante per il successo o l'insuccesso di un'azienda. Infatti, un evento fortuito può portare l'azienda in crisi, così come un altro evento casuale ma favorevole può ristabilire il suo equilibrio.

Un evento casuale può essere isolato e inaspettato, come avere un impatto positivo o negativo sugli equilibri aziendali e le sue cause vengono identificate solo a posteriori.

Queste caratteristiche rendono la casualità un fattore spesso trascurato, poiché il management tende a ignorare ciò che è ignoto, estremo e improbabile, concentrandosi invece su ciò che è conosciuto. Al contrario, questa è una variabile essenziale nello studio dell'economia aziendale, poiché influisce notevolmente sugli equilibri interni dell'azienda⁸.

Dobbiamo, inoltre, ricordare che nel valutare il risanamento aziendale possono incidere ancora vari fattori molto importanti come l'emotività di tutti i soggetti coinvolti. Credere nel cambiamento che può essere, ad esempio, una nuova strategia, è di cruciale importanza perché infonde nelle persone la fiducia e la positività nel vedere già a priori il raggiungimento dei risultati tanto attesi come la stabilità economico-finanziaria, se pur minima, ma essenziale per l'avvio di una ricrescita aziendale.

Un altro fattore, da prendere in considerazione, è la casualità degli eventi che spesso viene sottovalutata e che invece può apportare effetti positivi o negativi in un'azienda, soprattutto se è già in una fase di crisi. Il successo dell'impresa può essere dovuto anche solo grazie a un evento favorevole e non alle capacità professionali del management o da fattori esterni; così come anche il suo declino può essere stato generato da una situazione sfavorevole.

⁸ Alberto Dell'Atti, La gestione delle crisi aziendali: cause, strategie e piani di risanamento, 2023.

La variabile della casualità è sempre in agguato e non può essere prevista, pur tuttavia, con attente analisi sull'andamento economico dell'azienda e continui flussi di informazione si possono elaborare previsioni sicure sul futuro di un'azienda.

1.7 Analisi di bilancio per indici

Un metodo efficace per rilevare uno stato di crisi è senz'altro l'analisi del bilancio. Tale analisi deve essere integrata confrontando i risultati con i benchmark del settore. I modelli di previsione delle crisi aziendali fungono da campanello d'allarme e sono tanto più efficaci quanto più riescono a individuare le anomalie nella gestione con sufficiente anticipo. Questo permette ai creditori di adottare misure cautelative prima che la situazione si deteriori completamente e alla direzione aziendale di implementare azioni correttive con strategie di ristrutturazione per evitare il fallimento.

Vale a dire, una rilevazione tempestiva di questi sintomi premonitori di una crisi, consente di attuare modifiche correttive che comporteranno minori sacrifici per l'impresa e per i suoi stakeholders.

Sappiamo già che, non è possibile determinare esattamente dei parametri che indicano il passaggio ad uno stato di crisi, specialmente nel momento in cui non sussistono evidenti situazioni di illiquidità o ingenti perdite economiche, diversamente se sono presenti squilibri capaci di condurre ad un progressivo degrado della gestione aziendale⁹.

Questa problematica è stata da sempre molto discussa, dato l'interesse che la previsione dell'insolvenza e la valutazione del rischio di credito suscitano su diversi fronti.

I primi contributi in questo campo risalgono agli anni '30, ma è dalla seconda metà degli anni '60, con le ricerche di studiosi statunitensi come Altman e Beaver, che questo filone di studi si espande e si sviluppa significativamente.

L'ambito teorico è molto ricco e in continua evoluzione, pertanto, si è cercato di estrapolare le metodologie più consolidate e quelle più utilizzate nella prassi operativa e in particolare si è giunti ad utilizzare quella più acclamata che è l'analisi di bilancio, individuando così degli indicatori economico-finanziari molto attendibili per evidenziare le buone condizioni del complesso produttivo.

⁹ Giovanna Mariani, *Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround; con il contributo di Michele Pallottini*; Pisa University Press srl; Edizione 2012.

L'evoluzione dei mercati e delle metodologie ha permesso di sviluppare tecniche capaci di integrare diversi livelli di informazioni e variabili, creando in sostanza modelli statistici di previsione delle crisi d'impresa che combinano l'uso degli indici di bilancio con specifiche tecniche matematico-statistiche.

L'analisi degli indici di bilancio rappresenta il fondamento di tutti gli studi condotti nella valutazione delle metodologie di previsione riguardanti le insolvenze aziendali.

Sulla capacità del bilancio di segnalare il rischio di insolvenza, la dottrina e la prassi hanno sviluppato diversi studi, spesso in contrasto tra loro, sin dagli anni '20 del secolo scorso, immettendo sul mercato sistemi di rating e scoring che, perfezionati e articolati, possono essere utilizzati dagli operatori del mercato finanziario, in particolare dagli istituti bancari, nella valutazione del credit score (parametro utilizzato da banche e finanziarie per stabilire se chi chiede un prestito o un finanziamento rispetta i requisiti necessari).

Le agenzie di rating forniscono una valutazione del rischio di credito per aziende, azioni, governi, obbligazioni aziendali e municipali, titoli garantiti da mutui ipotecari, credit default swap e collateralised debt obligation. Questo rischio di credito rappresenta la probabilità che l'emittente non riesca a soddisfare il proprio impegno di ripagare un prestito.

Queste agenzie attribuiscono un valore al rischio di credito associato a vari strumenti finanziari, come obbligazioni e prestiti. Ad esempio, il rating AAA è considerato il massimo standard del settore; i rating AAA, AA, A e BBB sono generalmente considerati titoli di qualità di investimento.

I rating BB o inferiori rientrano nella categoria speculative grade, indicando un rischio di credito o di inadempienza maggiore per lo strumento sottostante, anche se questi titoli spesso offrono rendimenti più elevati sull'investimento iniziale.

Le agenzie utilizzano un sistema di rating alfabetico, invece di assegnare una probabilità numerica specifica al rischio di inadempienza, come il 10%, 20% o 30%, fornendo dichiarazioni qualitative, come la capacità dell'emittente di adempiere ai propri obblighi finanziari.

Si ritiene generalmente che i titoli con rating AAA e AA abbiano un rischio di inadempienza inferiore all'1%, con la probabilità di inadempienza che aumenta per ciascun rating inferiore.

In genere, le agenzie di rating hanno degli analisti che consigliano un rating e di un comitato votante. Gli analisti si avvalgono di diversi dati, tra cui database, previsioni di gestione, report sul rischio, previsioni sulle prestazioni, dati macroeconomici, informazioni fornite da aziende, banche o amministrazioni pubbliche, oltre a qualsiasi altra informazione pubblicamente disponibile sul titolo in esame ai fini, ovviamente, del rating¹⁰.

Di seguito, un'immagine relativa alle tre agenzie di rating più importanti e ai suoi valori:

| Standard & Poor's | Moody's | Fitch Ratings | Rischio | |
|-------------------|---------|----------------|---|-------------------|
| AAA | Aaa | AAA | Praticamente senza rischio | Investment Grade |
| AA+ | Aa1 | AA+ | Rischio quasi nullo | |
| AA | Aa2 | AA | | |
| AA- | Aa3 | AA- | | |
| A+ | A1 | A+ | Al momento rischio quasi nullo possibili rischi futuri | Investment Grade |
| A | A2 | A | | |
| A- | A3 | A- | | |
| BBB+ | Baa1 | BBB+ | Rischio medio - basso | |
| BBB | Baa2 | BBB | | |
| BBB- | Baa3 | BBB- | | |
| BB+ | Ba1 | BB+ | Rischio medio - alto | Speculative Grade |
| BB | Ba2 | BB | | |
| BB- | Ba3 | BB- | | |
| B+ | B1 | B+ | Rischio alto | |
| B | B2 | B | | |
| B- | B3 | B- | | |
| CCC+ | Caa | CCC | Rischio elevato | Speculative Grade |
| CCC | Ca | | | |
| CCC- | C | | | |
| D | | DDD DD D | Default | |

<https://www.familybanker.it/blog/cosa-sono-le-agenzie-di-rating>

¹⁰ <https://www.ig.com/it/strategie-di-trading/agenzie-di-rating--tutto-quello-che-c-e-da-sapere-200320#:~:text=Le%20agenzie%20di%20rating%20sono,e%20alle%20collateralised%20debt%20obbligatio>
n.

Sebbene i limiti di questa metodologia siano stati evidenziati in diverse occasioni, è importante sottolineare che può comunque fornire indicazioni preziose, soprattutto quando è condotta da esperti capaci di cogliere le diverse interconnessioni tra gli indicatori, interpretando i dati in modo approfondito. In ogni caso, qualsiasi analisi, anche se sviluppata con metodologie statistiche, deve necessariamente partire da una accurata indagine sul bilancio e sui dati contabili.

La metodologia in questione si basa sul calcolo di specifici indicatori che permettono di monitorare lo stato di benessere dell'impresa in modo strutturato ed efficace. Essa consente di individuare i punti di forza e di debolezza dell'organizzazione, di rilevare eventuali squilibri e inefficienze del sistema, e di fornire preziose indicazioni per identificare i potenziali fattori di crisi. L'analisi di bilancio è molto utile sia per formulare un giudizio sull'andamento passato della gestione (funzione storica), ma anche per pianificare il futuro, delineando le strategie necessarie per mantenere e migliorare l'equilibrio economico-finanziario e per generare valore (funzione prospettica).

Il processo che conduce alla comprensione del “linguaggio dei bilanci” deve includere le seguenti fasi:

1. L'analisi del bilancio e la verifica dell'affidabilità delle informazioni in esso presenti, inclusa la comprensione dei criteri utilizzati dai dirigenti per definire le voci stimate e ipotizzate.
2. La riclassificazione del bilancio d'esercizio
3. Il calcolo degli indici e dei coefficienti finanziari.
4. L'analisi delle connessioni fra i diversi indicatori in un'ottica integrata, per arrivare a una valutazione complessiva della gestione e delle prospettive future.

Ogni indicatore esamina uno specifico "organo" aziendale, individuando delle possibili interconnessioni e interazioni tra loro, per arrivare ad unica valutazione.

La tecnica dell'analisi di bilancio per indici consente, inoltre di esaminare e valutare gli aspetti finanziari, economici e patrimoniali dell'azienda nel tempo, in una prospettiva dinamica.

Il primo aspetto da esaminare sono gli indicatori di struttura finanziaria (noti come quozienti di struttura) che mostrano i rapporti tra le diverse componenti degli impieghi e delle fonti di capitale alla chiusura dell'esercizio. Tutto ciò avviene calcolando il rapporto tra ciascuna categoria di attività (o passività) e il totale del capitale investito, determinando difatti l'incidenza di ogni categoria sul totale della rispettiva sezione del bilancio.

Il rapporto tra immobilizzazioni immateriali e totale dell'attivo patrimoniale fornisce informazioni sul livello di rischio degli attivi immobilizzati, tenendo presente che gli asset intangibili possono essere soggetti a rapide svalutazioni e presentano difficoltà di valutazione.

Un altro caso può essere rappresentato da un elevato volume di debiti finanziari a breve termine, che può indicare problemi nello smobilizzo dei crediti o un rallentamento generale dell'operatività aziendale.

Il segnale più chiaro di una crisi, come menzionato nei paragrafi precedenti, può essere lo stato di insolvenza, ovvero quando l'impresa si trova in una condizione che non riesce più a far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni.

L'accertamento dell'insolvenza comporta una valutazione complessiva del passivo e dell'attivo del patrimonio del debitore con la restituzione dei capitali prestati dai finanziatori e l'estinzione dei crediti concessi dai fornitori, con il derivante rischio di interrompere le attività produttive e commerciali.

Dall'analisi dei quozienti di struttura si ottengono:

- Il grado di elasticità degli impieghi di capitale (attività correnti/totale attivo): rapporto che esprime la flessibilità della struttura degli investimenti, aumentando all'aumentare del valore dello stesso.
- Il grado di rigidità delle fonti (mezzi propri + passivo consolidato/totale passivo): indica la stabilità della struttura dei finanziamenti in essere.
- Il grado di autonomia finanziaria (mezzi propri/totale passivo).
- Il quoziente di copertura delle immobilizzazioni (passività consolidate + mezzi propri/attività immobilizzate): verifica la correlazione e l'equilibrio tra fonti e impieghi.

Un altro indice rilevante, che riguarda sia la solidità patrimoniale che l'equilibrio finanziario e la redditività dell'impresa, è l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato o sul capitale di terzi. Il peso degli oneri finanziari è decisivo per vagliare la capacità dell'impresa di acquisire credito e le decisioni relative ai finanziamenti esterni.

A tal fine, il rapporto tra oneri finanziari e margine operativo netto è un utile indicatore della capacità dell'azienda di sostenere la remunerazione periodica del debito. La capacità dell'impresa di produrre una redditività operativa sufficiente a coprire gli oneri finanziari, garantendo inoltre una redditività aggiuntiva e una capacità di indebitamento residua, denota una buona stabilità finanziaria.

Per quanto riguarda la liquidità dell'impresa, ovvero la sua capacità di affrontare tempestivamente gli impegni presi, gli analisti utilizzano i seguenti indici:

- **Indice di disponibilità (current ratio):** È dato dal rapporto tra attività correnti e passività a breve termine e permette di verificare la capacità dell'impresa di far fronte alle obbligazioni contratte nel breve termine attraverso le disponibilità liquide e le attività realizzabili a breve.
- **Quick ratio (acid test o indice di liquidità primaria):** È dato come $(\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}) / \text{Passività correnti}$. Questo indicatore offre una misura più prudentiale della solvibilità a breve termine dell'impresa, escludendo dal numeratore le scorte e considerando solo le attività immediatamente disponibili o facilmente realizzabili, come la cassa disponibile.
- **Quozienti di durata:** Comprendono il calcolo dei giorni di giacenza media delle scorte, la durata media dei crediti e la durata media dei debiti. Questi quozienti forniscono informazioni sulla durata del ciclo del capitale circolante dell'impresa (periodo di copertura del magazzino + durata media dei crediti - durata media dei debiti), cioè il numero di giorni medi tra il pagamento dei fornitori e l'incasso dai clienti. Un valore ridotto di questo indicatore suggerisce una buona liquidità dell'impresa.

I principali indici per monitorare la redditività dell'impresa, valutare la capacità di remunerare i fattori produttivi, creare ricchezza e mantenere l'equilibrio economico sono:

- ROE (Return On Equity): Valuta la redditività del capitale proprio.
- ROI (Return On Investment): Misura la capacità della gestione caratteristica di produrre reddito.
- ROA (Return On Assets): Valuta la redditività del capitale investito, considerando sia il risultato operativo che i redditi extra-caratteristici e finanziari.
- ROS (Return On Sales): Indica la capacità di remunerazione dei ricavi tipici.
- Indici di rotazione o turnover: Misurano la velocità con cui il capitale investito ritorna in forma liquida (Vendite/Capitale investito), del magazzino, dei crediti commerciali e dei debiti.
- L'onerosità del capitale di terzi: Questo aspetto, già menzionato in relazione alla solidità patrimoniale, riguarda il costo del capitale ottenuto da fonti esterne.

Questi indicatori forniscono una panoramica completa della salute finanziaria e operativa dell'impresa, permettendo di valutare la sua capacità di gestire liquidità, produrre reddito e mantenere un equilibrio finanziario a lungo termine.

Infine, esistono anche indicatori di efficienza del lavoro che consentono di collegare l'andamento dei volumi dell'attività aziendale, come i ricavi delle vendite, all'utilizzo della manodopera.

A questo proposito, un'attenzione particolare è richiesta nell'interpretazione delle perdite riportate nei bilanci, le quali possono essere ridotte o esagerate rispetto alle perdite effettive del periodo, influenzate dalla soggettività dei criteri e dalle politiche adottate. È comune che le imprese in perdita adottino pratiche contabili, sempre nel rispetto delle normative, volte a minimizzare gli esiti negativi. Di conseguenza, possono verificarsi differenze significative tra le perdite dichiarate e quelle effettive.

Nell'esaminare le diverse fasi di crisi di un'azienda, l'analisi delle componenti del capitale circolante assume un ruolo fondamentale. È importante notare che le eventuali manipolazioni dei bilanci si concentrano soprattutto sulle voci del circolante, come i crediti verso i clienti, il magazzino e i debiti verso i fornitori.

Rispetto ai crediti verso i clienti, è comune che il saldo riportato nel bilancio sia "gonfiato", includendo valori che in realtà non sono recuperabili, come crediti non ancora incassati, non per colpa dei clienti ma a causa di inefficienze gestionali nel processo di recupero. Questo può verificarsi, ad esempio, quando il cliente richiede procedure complesse per avviare il pagamento, come la presentazione di documenti particolari, soprattutto nel caso di appalti pubblici. Durante le crisi, infatti, è noto che tutta la gestione entri in uno stato di confusione, dove non si riesce a seguire le procedure in modo coerente.

Anche per i debiti verso i fornitori possono sorgere considerazioni analoghe. È frequente, infatti, che vi sono fornitori, i quali consapevoli della crisi dell'azienda cliente e temendo una procedura fallimentare inevitabile, tendono ad estendere termini di pagamento fino a diventare dei veri e propri finanziatori.

Gli operatori di turnaround spesso considerano l'esposizione dei debiti fornitori come un debito di finanziamento quando i tempi medi di dilazione superano il 30% della media settoriale. Questi debiti vengono quindi inclusi nella Posizione finanziaria netta come parte dei debiti finanziari. La situazione diventa particolarmente critica quando aumentano i debiti nei confronti dell'erario per oneri sociali e fiscali non pagati per mancanza di liquidità.

A tutto questo si aggiunge un'altra voce, il Magazzino, dove possono verificarsi manovre per nascondere la vera situazione gestionale. Le disponibilità possono essere soggette a "rivalutazioni" o all'omissione di svalutazioni allo scopo di aumentare il valore di questo asset.

Il Magazzino può essere sovradimensionato a causa di elementi obsoleti non rettificati, oppure può essere sottodimensionato, soprattutto per quanto riguarda gli input alla produzione, poiché l'azienda in difficoltà tenta di contenere gli acquisti, anche a causa delle riduzioni da parte del sistema di fornitura.

Per valutare la gestione economica dell'azienda subentrano altri indicatori che esaminano l'incidenza delle singole voci di costo sul fatturato. Questi indicatori devono essere integrati tra loro per ottenere una visione completa della gestione aziendale, poiché sono

strettamente correlati. Una buona solidità patrimoniale, ad esempio, deriva da una buona liquidità e redditività, mentre una redditività insufficiente può causare problemi di liquidità e mettere a rischio la solidità patrimoniale.

Infine, i rapporti basati sui flussi finanziari generati dall'azienda nel periodo in esame sono interessanti. Anche se c'è dibattito sulla loro utilità, per quanto riguarda il problema delle insolvenze, è indubbio che i flussi di cassa e il rendiconto finanziario siano elementi di fondamentale importanza per comprendere la dinamica finanziaria dell'azienda.

Questi strumenti, insieme ad altri, consentono di valutare in modo completo la situazione aziendale e possono rivelare segnali di una possibile crisi imminente. In aggiunta a tutto ciò devo sottolineare l'importanza anche di altri indicatori basati sui flussi di cassa, tra cui¹¹:

- Flusso di cassa totale / Capitale Netto
- Flusso di cassa operativo netto / Capitale investito
- Flusso di cassa operativo netto / Fatturato
- Flusso di cassa operativo netto / Debiti Totale

L'esame dettagliato degli indicatori finanziari e operativi di un'azienda è essenziale per determinare la sua stabilità finanziaria e individuare segnali precoci di eventuali difficoltà imminenti.

Gli specialisti del turnaround e gli esperti finanziari devono rimanere vigili nei confronti di eventuali alterazioni nei bilanci e nei flussi di cassa, poiché queste possono celare problematiche sottostanti.

Inoltre, una corretta interpretazione delle informazioni finanziarie offre una prospettiva più completa della situazione aziendale, consentendo di prendere decisioni strategiche basate su dati solidi per superare eventuali ostacoli.

¹¹ Giovanna Mariani, Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround, con il contributo di Michele Pallottini; Pisa University Press srl, Edizione 2012.

In conclusione, l'analisi di bilancio e i dati contabili, accompagnati da specifiche tecniche matematico-statistiche, hanno contribuito, nel corso degli anni, a prevedere in largo anticipo un eventuale crisi d'impresa con conseguente rischio di insolvenza, non riuscendo spesso a soddisfare neanche il prestito.

A questo proposito, i sistemi di rating e scoring, rivisti e aggiornati continuamente, sono presi fortemente in considerazione come validi strumenti, soprattutto dagli istituti bancari, nella valutazione del rischio creditizio che possono incorrere le aziende.

Nella valutazione del rischio di una crisi d'impresa compaiono anche diversi indici quali quelli riguardanti la sua liquidità, redditività, capacità di remunerare fattori produttivi, quelli per sostenere l'equilibrio economico, ed ancora altri che tengono d'occhio i volumi dell'attività aziendale (i ricavi delle vendite, l'utilizzo della manodopera, ecc.).

Anche le perdite riportate nei bilanci sono determinanti nel valutare tutto ciò. Spesso, infatti, sempre nel rispetto della legge, queste si minimizzano, originando differenze tra perdite dichiarate ed effettive.

Inoltre, le valutazioni del capitale circolante assumono anch'esse un ruolo importante nella crisi, come quando ad esempio si "gonfia" il saldo nel bilancio per cause anche esterne alla stessa impresa o per colpa di inefficienze gestionali nel processo di recupero dei crediti.

Allo stesso modo, possono partecipare a creare un'implosione gli stessi fornitori che consapevoli di un'eventuale crisi e non avendo recuperato i propri crediti, estendono i termini di pagamento fino a diventare loro stessi dei veri e propri finanziatori.

Un'impresa può avere debiti anche nei confronti dell'erario per oneri fiscali e sociali non soddisfatti, per la mancanza di liquidità.

Altre problematiche interne si possono avere ad esempio, nel Magazzino, il quale può essere sovradimensionato (causa prodotti non più utilizzabili perché obsoleti) o sottodimensionato (quando si limitano gli acquisti).

Infine, flussi finanziari carenti incidono notevolmente sul fatturato di un'azienda già in crisi, causando problemi di liquidità e solidità patrimoniale.

È necessario utilizzare tutti gli indici precedentemente menzionati, per verificare in modo dettagliato l'andamento e il processo gestionale dell'azienda in ogni suo segmento per scongiurare il suo tracollo.

1.8 Modello Z-Score di Altman

Lo studio di Altman del 1968 si inserisce in un lavoro più ampio sulla previsione dell'insolvenza aziendale, attraverso l'analisi degli indici di bilancio.

Diversi studi hanno dimostrato che i suddetti indici delle aziende fallite, differiscono significativamente rispetto a quelli delle aziende in condizioni economiche stabili. Inoltre, l'uso di tecniche statistiche specifiche ha dimostrato di migliorare l'accuratezza delle previsioni.

Di conseguenza, sono stati sviluppati vari modelli con diversi livelli di sofisticazione per individuare precocemente i segnali di squilibrio aziendale.

La formula Z-score, sviluppata dal professore di finanza dr. Edward I. Altman è un test statistico-contabile per valutare la probabilità di fallimento di un'impresa.

Prima di sviluppare questo modello, il professore analizzò i dati di bilancio di ben 66 società americane, la metà delle quali avente una struttura finanziaria solida, mentre le altre erano in uno stato fallimentare o già fallite.

La sua formula è una funzione matematica lineare multipla che sostituisce le variabili contenute nella stessa, con alcuni indicatori finanziari.

Inserendo i valori degli indici di un'azienda nelle variabili della formula, si ottiene un punteggio (Z-score) e più questo punteggio è basso rispetto a una certa soglia, maggiore è il rischio di fallimento dell'azienda nell'arco dei due anni successivi.

Secondo Altman, il modello è in grado di prevedere correttamente il fallimento finanziario:

- nel 95% delle aziende entro un anno prima;
- entro due anni prima scende al 72%;
- entro tre anni prima si riduce al 52%.

Lo Z-score è anche utilizzato come indicatore più generale del deterioramento della salute finanziaria di un'azienda¹².

¹² <https://www.affaridiborsa.com/articoli/130-z-score-5-indici-per-stabilire-se-la-societa-e-a-rischio-di-fallimento.html>

Il modello identifica 22 indicatori con potenziale predittivo, raggruppati in 5 categorie, scelti grazie alla rilevanza che hanno dimostrato nel corso di studi precedenti. Da questi 22 indicatori, solo 5 sono stati ritenuti validi, poiché il modello è stato aggiornato nel corso del tempo, adattandosi alle nuove tipologie di azienda.

Questa ulteriore selezione delle variabili discriminanti è stata effettuata in base ai seguenti criteri:

- La rilevanza statistica di ogni funzione discriminante alternativa, compresa la spiegazione del contributo apportato da ciascun rapporto alla combinazione lineare;
- La correlazione tra le variabili significative;
- La precisione predittiva delle diverse funzioni alternative;
- Le valutazioni soggettive dell'analista.

Le 5 variabili incluse nel modello e aggiornate con i loro coefficienti sono:

X1 (0,717) = Capitale circolante netto / Capitale investito

X2 (0,847) = Utili non distribuiti / Capitale investito

X3 (3,107) = EBIT / Capitale investito

X4 (0,420) = Valore di mercato delle azioni / Valore contabile dei debiti

X5 (0,998) = Ricavi di vendita / Capitale investito

Secondo Altman, il primo indice misura la liquidità aziendale e tende a diminuire per la riduzione del numeratore man mano che l'azienda si avvicina al fallimento. Tuttavia, come già accennato nell'ambito dell'analisi degli indici, il capitale circolante netto include il valore delle scorte, che può aumentare per un'azienda in crisi a causa dell'obsolescenza dei prodotti finiti e dei crediti in sospeso.

Pertanto, fare affidamento su questo indice è rischioso, poiché tende a rimanere invariato almeno nel breve periodo.

Il secondo (Utili non distribuiti / Capitale investito), invece, indica la capacità di autofinanziamento dell'azienda e in una situazione di squilibrio economico-finanziario, il valore di questo indice tende a diminuire.

Il terzo rappresenta la redditività operativa della combinazione produttiva (EBIT / Capitale investito). Questo diventa nullo o negativo con il progredire della crisi aziendale.

Il quarto (Valore di mercato delle azioni / Totale debiti), tiene conto delle fluttuazioni dei prezzi dei titoli emessi dalle aziende. Più l'azienda si avvicina al fallimento, più questo valore sarà basso.

Il quinto (Ricavi di vendita / Capitale investito) rappresenta la rotazione del capitale investito, ossia la rapidità con cui questo si trasforma in liquidità attraverso i profitti. Anche questo rapporto tende a diminuire drasticamente, qualora la crisi aziendale sia causata da sovraccapacità o rigidità produttiva o da una mancanza di innovazione.

Le variabili inserite nel modello sintetizzano lo stato di salute dell'impresa analizzata e si basano sulla valutazione che una struttura finanziaria dissestata e una gestione inefficiente peggiorano la redditività, la solidità, la liquidità e le condizioni operative dell'azienda, creando rapidamente una situazione che mette in crisi la stessa.

Il passo successivo consiste nel determinare i coefficienti di ponderazione, che modificano il peso degli indici, massimizzando la distanza tra i due gruppi (aziende sane e aziende in crisi) e minimizzando la variabilità all'interno degli stessi.

Per ottenere una valutazione sul benessere dell'azienda, basta calcolare i singoli indicatori, moltiplicarli per i relativi coefficienti e poi sommare tutti i risultati per ottenere un unico numero. Un punteggio Z alto indica una probabilità bassa di fallimento, mentre un punteggio basso indicherà una probabilità di fallimento molto elevata.

Il punteggio Z ottenuto viene spiegato come segue:

- **$Z > 2.99$** : L'azienda è considerata in una "zona sicura" e ha una bassa probabilità di fallimento.
- **$1.81 < Z < 2.99$** : L'azienda è nella "zona grigia" e potrebbe presentare un certo rischio di fallimento

- **Z < 1.81:** L'azienda è nella "zona di fallimento" e ha un'alta probabilità di fallimento e ha una forte sofferenza finanziaria.

Molto spesso diversi stakeholders esterni utilizzano, insieme alla Z-score, anche un altro indicatore, l'M-score di Beneish, economista canadese, che stima il grado di manipolazione di bilanci di un'azienda. Naturalmente questo porta ad avere maggiori informazioni sulle condizioni dell'azienda presa in considerazione.

Tutto questo perché lo Z-score si basa essenzialmente sulle dinamiche di un mercato americano che è molto diverso da quello nostro, ed inoltre non considera in maniera adeguata le dimensioni, il settore di attività e la posizione geografica.

Difatti moltissime società italiane evidenziano un indice critico costante per cinque anni o più ed hanno quindi, già negli anni precedenti, uno Z-score critico e quelle che presentano uno Z-score negativo per più anni consecutivi, non vanno tutte in fallimento, ma di queste solo una minima parte.

Un altro punto su cui mi vorrei soffermare è che diversamente dalle aziende americane e di altri Paesi, la formula non tiene conto dei nostri termini di pagamento a dilazione (soprattutto da noi in Italia ancora più lunghi per le imprese pubbliche), sia nei confronti dei clienti che dei fornitori.

Il principale vantaggio che le viene attribuito è la sua facilità d'uso, che permette anche ai non esperti di utilizzarla senza particolari supporti tecnologici. Tuttavia, il modello ha ricevuto critiche, che possono essere estese, con le dovute cautele, anche ai modelli successivi. È importante evidenziare che un modello di credit scoring non mira a ottenere risultati migliori delle analisi tradizionali, ma a fornire un'informazione il più possibile oggettiva e immediata sulla condizione finanziaria dell'impresa e in particolare, attraverso la raccolta di dati non esclusivamente finanziari.

Inoltre, è importante sottolineare che lo Z-Score è un modello basato su una logica dicotomica: permette di classificare un'azienda come "successo" o "fallimento", ma non è in grado di determinare la distanza, sia spaziale che temporale, che separa l'azienda dall'insolvenza, né fornisce una stima della probabilità di default dell'azienda. Tuttavia, in base al valore assunto dallo Z per una data azienda e al suo confronto con il valore soglia, è possibile fare considerazioni sul livello di rischio associato.

Tra i limiti attribuiti ai modelli, uno dei principali riguarda l'incapacità di essere predittivi in senso statistico. Questa critica nasce dal fatto che la distinzione tra aziende in difficoltà e aziende sane è ottenuta analizzando un campione di imprese già fallite, il che significa che l'analisi è condotta ex-post. Per questo motivo, tali modelli non hanno una natura predittiva, ma semplicemente descrittiva ed inoltre gli indicatori di bilancio tra i due gruppi di imprese sono differenti. Non si tratta quindi di una previsione, ma di una semplice osservazione delle variabili, in grado di discriminare solo ex-post.

Un'altra critica è rivolta all'utilizzo degli indici: infatti, l'analisi per indici perde di significato se questi non vengono confrontati con le medie di settore o con parametri standard calcolati su aziende simili. Inoltre, secondo diversi studiosi, il processo di deterioramento dell'equilibrio economico e finanziario di un'azienda è un fenomeno dinamico che non si presta ad essere rappresentato con un insieme di indici statici, i quali sono utili solo per fare confronti in un determinato momento¹³.

In ogni caso anche se nel corso degli anni sono subentrati altri indicatori (circa 200 per lo più fino ad oggi), lo Z-score rimane ancora quello più utilizzato da tanti consulenti e istituti di credito, poiché è in grado di prevedere più di altri se l'impresa sta peggiorando o migliorando la sua stabilità finanziaria.

¹³ Giovanna Mariani, *Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround; con il contributo di Michele Pallottini*; Pisa University Press srl, Edizione 2012.

SECONDO CAPITOLO

ASCESA E SVILUPPO DEL PRIVATE EQUITY

2.1 Le origini del Private Equity

Il concetto di investire in aziende e progetti esiste da secoli ed è stato da sempre accompagnato dalla consapevolezza del rischio da parte dell'investitore, al fine di ottenere un profitto. Già nelle antiche civiltà, ad esempio, come quella greca e romana, famiglie benestanti offrivano il loro supporto finanziario a mercanti, artigiani, agricoltori e a piccole e medie imprese di vario tipo. In tempi molto lontani, quindi, era nata una prima forma di investimento che, per alcuni versi, è simile al private equity¹⁴. In essa, investitori istituzionali, privati con un alto patrimonio, fondi pensione e istituti finanziari raccolgono i capitali necessari per acquisire partecipazioni di una società non quotata in borsa, ricavandone successivamente dei profitti, incrementando, di conseguenza, la sua crescita, la sua innovazione e il suo valore nel tempo.

Questo tipo di investimento ha inizio nel XIX secolo grazie a famiglie benestanti europee come i Rothschild e i Barings che, con le loro banche, iniziarono a finanziare grandi progetti come la costruzione di ferrovie e industrie, promuovendo in tal modo lo sviluppo industriale e preparando il terreno per l'economia moderna.

Importante promotore del private equity fu, tra la fine del XIX secolo, J.P. Morgan con la General Electric, attraverso la fusione della Edison General Electric e della Thompson-Houston Electric Company, finanziando e consolidando questa grande società.

Enorme fu il suo contributo, poiché attraverso le fusioni e i profitti che ne generarono, gettò le basi per molte delle strategie di investimento che ancora oggi vengono utilizzate nel PE¹⁵.

Oggi, gli investitori di questa forma di investimento collaborano attivamente con la gestione dell'azienda per far sì che questa abbia una crescita ed efficienza maggiore, con l'ausilio di ristrutturazioni, miglioramenti operativi o portandola verso nuovi mercati. È

¹⁴ Nelle pagine a seguire verrà indicato con la sigla PE

¹⁵ <https://www.economiareale.club/blog/storia-private-equity>

un investimento a lungo termine che si estende per diversi anni e quando l'azienda ha aumentato la sua redditività, gli investitori cercano di vendere le loro partecipazioni ad altri acquirenti, ad un'offerta pubblica o ad altre transazioni di mercato.

Inoltre, non genera debito per l'azienda beneficiaria a differenza delle forme di finanziamento tradizionali come i prestiti bancari o le obbligazioni, per cui non si creano obblighi finanziari. Questa peculiarità attira finanziamenti a medio-lungo termine non costosi, mitigando così il rischio finanziario¹⁶.

In sintesi, l'obiettivo principale è permettere alla società destinataria di ottenere finanziamenti che le consentano di crescere e, possibilmente, di quotarsi in Borsa. I fondi di private equity (PE), infatti, hanno una durata determinata che solitamente varia dai tre ai cinque anni: una volta raggiunto l'obiettivo di crescita della società, si raccolgono (o dovrebbero raccogliere) i frutti dell'investimento.

È importante sottolineare che l'attività di private equity non comporta solo il finanziamento da parte di operatori specializzati, ma anche una partecipazione attiva degli investitori per realizzare l'idea imprenditoriale, in modo da raggiungere l'obiettivo prefissato. Di solito, le aziende che si rivolgono ai fondi di private equity lo fanno non solo per ottenere liquidità, ma anche per essere supportate in un percorso che può avere vari obiettivi: avviare una nuova attività, internazionalizzarsi, affrontare il ricambio generazionale o una riorganizzazione interna. In parole semplici, le società di PE hanno uno o più gestori denominati *general partner*, mentre gli investitori (banche, fondi pensione, altri fondi d'investimento, assicurazioni o privati) sono noti come *limited partner*.

Generalmente, le operazioni di acquisto prevedono una parte di capitale e una parte di finanziamento; i prestiti, in questo caso, vengono raccolti presso banche e altre istituzioni specializzate in questo tipo di operazioni.

I *general partner*, che diventano azionisti delle imprese acquisite, possono generare profitti per la loro società in due modi: tramite l'addebito di commissioni periodiche al fondo come fee di gestione o attraverso il carried interest (una forma di profitto

¹⁶ <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/private-equity-cosa-e-come-funziona/>

riconosciuta al gestore quando vengono raggiunti determinati obiettivi di redditività del fondo).

Inoltre, per gli investitori istituzionali, i fondi di private equity rappresentano un'opportunità di diversificazione del proprio portafoglio con una asset class meno correlata ai mercati azionari e obbligazionari.

Lo strumento più comune per investire in operazioni di private equity rimane quello dei fondi mobiliari chiusi, che hanno caratteristiche strutturali molto diverse rispetto ai fondi aperti.

In un fondo chiuso, l'ammontare del fondo e il numero delle relative quote sono determinati al momento della sua creazione, e il rimborso avviene alla scadenza del fondo. Inoltre, gli importi sottoscritti non vengono versati immediatamente, ma in modo graduale in base alle esigenze di liquidità del fondo.

A differenza dei fondi mobiliari aperti, gli investitori in fondi chiusi non possono cedere le proprie quote in qualsiasi momento; infatti, di solito tale opzione è esclusa. Il riscatto non è previsto prima della scadenza del fondo, che solitamente non è inferiore ai dieci anni. Questo aspetto rende il settore del private equity più rischioso. Per quanto riguarda la cessione delle quote, ad altri investitori prima della scadenza del fondo, questa è solitamente subordinata all'approvazione del gestore e all'idoneità del nuovo investitore secondo le normative vigenti.

In Italia, però, la crescente presenza di operatori ha permesso lo sviluppo di un importante ed efficiente "mercato secondario", riducendo e semplificando i tempi di liquidazione degli investimenti. La normativa MiFID II stabilisce che solo gli investitori professionali possono utilizzare questi strumenti. Tuttavia, anche gli investitori non professionali che rispettano determinati parametri possono sottoscrivere fondi chiusi di private equity. In particolare, questi investitori devono sottoscrivere quote per un valore complessivo non inferiore a 500 mila euro¹⁷.

Praticamente, il PE è una forma di investimento che fonda le sue radici nel passato ed è un capitale privato, proveniente da investitori istituzionali come risparmiatori, fondi

¹⁷ <https://www.morningstar.it/it/news/199647/labc-del-private-equity.aspx>

pensione, istituti finanziari, istituzioni bancarie e persone con un alto patrimonio che investono per acquisire partecipazioni in aziende non quotate in borsa.

Questo tipo di investimento è solitamente a lungo termine e non comporta debito, né quindi obblighi finanziari per l'azienda beneficiaria, a differenza, invece, delle altre forme di finanziamento tradizionale.

Con i fondi del PE, le aziende possono avviare una nuova attività o riorganizzarsi internamente. I gestori, chiamati anche *general partner*, sono azionisti delle aziende acquisite e ricavano i profitti come fee di gestione o con il *carried interest*.

Di solito, le operazioni di PE si servono di fondi mobiliari chiusi per investire, dove le quote e l'ammontare dei fondi stessi sono determinati al momento della loro creazione. Gli investitori, noti come *limited partner*, non possono cedere, di norma, le loro quote prima della scadenza del fondo, diversamente può accadere solo a discrezione del gestore, così come l'accertata idoneità del nuovo investitore.

Una volta che l'azienda è cresciuta e ben avviata, può anche essere quotata in borsa. A questo punto, i promotori della PE cercano di realizzare, finalmente, il loro investimento vendendo le loro quote ad altri acquirenti, in un'offerta pubblica o attraverso transazioni di mercato.

2.2 *Tipologie di fondi di investimento*

I fondi di investimento in private equity costituiscono una fonte essenziale di finanziamento per quelle aziende, che necessitano di capitali per espandersi, innovare o riorganizzarsi. A differenza degli investimenti pubblici, che implicano l'acquisto e la vendita di azioni sui mercati azionari, i fondi di private equity investono direttamente in imprese private o acquistano aziende pubbliche per trasformarle in private e possono essere suddivisi in varie categorie:

- Il *venture capital*: è una forma di investimento che si concentra sulle start-up e sulle aziende emergenti con un alto potenziale di crescita e un orizzonte temporale di medio-lungo termine. La principale differenza tra venture capital e private equity risiede nella fase del ciclo di vita dell'azienda, in cui avviene l'investimento. Poiché i venture capital investono in imprese nelle prime fasi di sviluppo, affrontano un rischio maggiore rispetto ai fondi di private equity, ma i potenziali profitti derivanti dalla vendita delle partecipazioni o dalla quotazione in borsa delle aziende in cui investono, possono essere superiori.

Similmente al private equity, i fondi di venture capital non si limitano a fornire capitale di rischio, ma offrono anche una stretta collaborazione con il management dell'azienda. Difatti il venture capitalist, cioè l'investitore istituzionale, apporta le sue esperienze professionali per favorire il lancio e la successiva quotazione in borsa dell'azienda.

L'obiettivo dei venture capitalist, come per i fondi di private equity, è di liquidare la propria partecipazione in un periodo di tempo medio-lungo, cercando di massimizzare il ritorno sull'investimento (ROI).

- Gli *angel investor*: sono investitori accreditati che, analogamente ai venture capitalist, si focalizzano sulle start-up e sulle aziende nelle prime fasi di sviluppo; possono agire individualmente, spesso trattandosi di persone con un alto patrimonio netto; oppure possono operare attraverso reti organizzate,

fornendo il capitale iniziale o seed capital alle start-up e alle nuove imprese, acquistando azioni a basso costo con l'obiettivo di realizzare una plusvalenza nel medio-lungo termine.

Questi investitori rappresentano una risorsa preziosa per le piccole e medie imprese (PMI) in fase di avvio, che spesso non possiedono i requisiti o le garanzie necessarie per ottenere finanziamenti tradizionali.

Come i venture capitalist, anche gli angel investor accettano un rischio maggiore rispetto ai fondi di private equity, a causa della natura delle aziende in cui investono. Il settore delle start-up, infatti, è particolarmente vulnerabile al rischio di insolvenza.

- *L'hedge fund*: è un tipo di fondo di investimento molto diffuso negli Stati Uniti, generalmente strutturato come una limited partnership (LP).

Questo fondo di investimento è di natura speculativa e privata, evidente nell'uso frequente dello "short selling", ovvero la vendita allo scoperto di titoli azionari. A differenza degli investitori di private equity, gli hedge fund investono sia in aziende non quotate che in società quotate, praticando il finanziamento pubblico che quello privato, investendo anche in obbligazioni (debt financing) e in strumenti derivati¹⁸

- Il *fondo di turnaround*: si occupa di acquisire aziende distressed, con l'obiettivo di implementare un piano di ristrutturazione operativa per renderle nuovamente redditizie. Queste operazioni sono gestite da investitori istituzionali con vasta esperienza in diverse realtà aziendali e il loro supporto è particolarmente prezioso non solo per il capitale fornito, ma anche per le competenze manageriali offerte in termini di consulenza strategica e operativa. Le decisioni d'intervento sono formalizzate attraverso un piano di risanamento economico-finanziario di lungo termine, che costituisce il fulcro del processo di rilancio dell'azienda. In sintesi, il

¹⁸ <https://agicap.com/it/articolo/cosa-e-il-private-equity/>

percorso di turnaround può essere suddiviso in tre fasi principali: gestione dell'emergenza, pianificazione delle strategie di rilancio e ritorno alla crescita¹⁹.

Brevemente, possiamo dire che i fondi di PE investono in imprese private o acquisiscono aziende pubbliche per trasformarle in private.

Il *venture capital* e gli *angel investor* sono forme di investimento che affrontano un rischio maggiore in quanto investono nelle prime fasi di sviluppo dell'azienda e anche sulle startup, ma i profitti, che successivamente scaturiscono dalla vendita delle loro quote, potranno essere molto superiori. Inoltre, riescono entrambe, molto spesso, a portare la quotazione in borsa dell'azienda stessa.

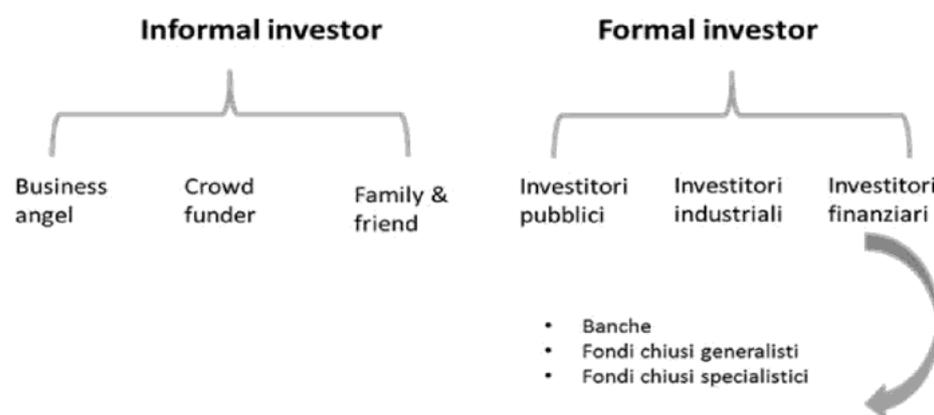
L'*hedge fund*, invece, è un tipo di fondo di investimento molto speculativo che vende allo scoperto titoli azionari e investe in obbligazioni, come anche in aziende quotate, praticando il finanziamento pubblico e privato.

Il *fondo di turnaround*, infine, acquisisce aziende distressed, in piena crisi che richiedono una significativa modifica degli assetti proprietari e/o manageriali, con il supporto di ingenti capitali. Pertanto, il fondo ristruttura completamente le imprese grazie ad investitori istituzionali molto competenti in consulenza strategica ed operativa, con l'obiettivo di rimetterle nel mercato più forti e innovative di prima, avviando, a tal fine, un piano di risanamento economico-finanziario di lungo termine.

¹⁹ <https://www.bgt-grantthornton.it/tophic-newsletter/febbraio-2023/il-ruolo-strategico-del-fondo-di-turnaround/>

2.3 *Gli attori del private equity*

Per ogni classe di intervento, definita in base alle varie fasi strategiche che le imprese attraversano, è possibile associare specifiche categorie di operatori, mantenendo comunque una certa flessibilità. Di conseguenza, può essere utile classificare e raggruppare i PE investor in base alla natura del soggetto che fornisce le risorse finanziarie. A seconda del tipo di operatore, possono variare notevolmente gli obiettivi, i vincoli e quindi le caratteristiche degli interventi di private equity.



Private equity e sviluppo dell'impresa, Antonio Meles, 2013

Gli investitori informali sono individui non facilmente identificabili poiché non sono obbligati a iscriversi a elenchi ufficiali. Essi partecipano agli investimenti nel capitale di rischio in modo occasionale (come nel caso di amici e familiari, o i crowd funder) oppure stabilmente (assumendo l'etichetta di business angel). A differenza degli investitori formali, gli investitori informali non sono soggetti ai vincoli di investimento imposti da terzi, poiché utilizzano capitali propri e non sostengono costi fissi, non avendo una struttura organizzativa. Questo permette loro di investire in progetti molto rischiosi e di piccole dimensioni, tipici delle imprese nelle primissime fasi del ciclo di vita.

Gli amici e parenti degli imprenditori spesso decidono di investire per motivi affettivi, sottoscrivendo strumenti nel capitale di rischio di imprese in fase di start-up e altamente innovative. Il crowdfunding, in particolare, ha il vantaggio di raggiungere un vasto numero di potenziali investitori al di fuori della rete di contatti tradizionale, riducendo i costi di transazione e la complessità legislativa rispetto ad altri canali di finanziamento. Negli anni, sia a livello nazionale che internazionale, si è osservato un progressivo allontanamento degli investitori formali dalle imprese in fase di seed e start-up. Di conseguenza, gli investimenti informali rappresentano una valida soluzione per ridurre l'equity gap che affligge le nuove iniziative imprenditoriali.

Gli operatori pubblici, invece, possono agire come incubatori, finanziarie di partecipazione o fondi comuni d'investimento a partecipazione pubblico/privata, offrendo capitale alle imprese per sostenere aree geografiche meno sviluppate e per perseguire obiettivi di interesse sociale. Il loro investimento rafforza il tessuto produttivo locale, lo sviluppo di settori ad alto valore aggiunto, il progresso tecnologico, la creazione di nuovi posti di lavoro e processi di ristrutturazione industriale. Pertanto, un soggetto pubblico può a volte sacrificare il profitto pur di promuovere lo sviluppo di nuove realtà imprenditoriali rilevanti per la propria area di riferimento, una logica questa che non si applica agli operatori privati.

L'intervento pubblico può coprire l'intera gamma del private equity, dalle prime fasi di seed financing, dove gli incubatori sono particolarmente attivi, fino agli interventi di turnaround.

Gli operatori industriali, o Corporate VC, hanno un focus di investimento più ristretto, generalmente rivolto a finanziare imprese giovani e tecnologiche. Il loro obiettivo è incrementare la capacità di innovazione e competitività dell'azienda madre, esternalizzando parte dell'attività di R&S e sfruttando le proprie competenze per creare valore nelle partecipate. Questi investitori combinano importanti risorse finanziarie con competenze tecniche, esperienza nello sviluppo di nuovi prodotti e capacità di integrare innovazioni in infrastrutture esistenti. Sono quindi in grado di effettuare un efficace

screening delle opportunità di investimento e di fornire supporto tecnico-scientifico alla gestione delle aziende partecipate.

Gli investitori finanziari, infine, entrano nel capitale di rischio delle imprese con l'obiettivo principale di ottenere un elevato ritorno finanziario in un periodo di tempo coerente con il loro holding period e profilo di rischio. Nonostante l'approccio principalmente finanziario, questi investitori devono essere capaci di offrire competenze manageriali, soprattutto nelle fasi di early stage.

In base alle loro modalità operative, gli investitori finanziari possono essere:

- Banche
- Fondi chiusi generalisti
- Fondi chiusi specialistici

Le banche italiane, impegnate direttamente in attività di private equity, devono rispettare vincoli sulle partecipazioni in imprese non finanziarie. Questa disciplina mira a contenere il rischio di eccessivo immobilizzo dell'attivo e a promuovere una gestione prudente dei rischi e dei conflitti di interesse.

Recentemente, alcune restrizioni (come il limite di separatezza) sono state rimosse, mentre altre sono state allentate, conferendo maggiore autonomia operativa alle banche coinvolte in investimenti di private equity attraverso il co-investimento e partecipazioni di minoranza.

L'operatività dei fondi chiusi deve rispettare i criteri di investimento stabiliti dal regolamento del fondo e tenere conto della scadenza temporale del fondo stesso, entro la quale gli investimenti devono essere dismessi e le quote liquidate. Questo comporta una minore flessibilità per i fondi chiusi rispetto ad altri tipi di investitori, poiché non sempre possono pianificare la dismissione degli investimenti nel momento più favorevole per l'azienda partecipata.

È importante distinguere tra fondi chiusi generalisti e fondi chiusi specialistici. I fondi generalisti adottano una strategia di investimento ampia, mentre i fondi specialistici si

concentrano solo su alcune fasi dell'investimento in capitale di rischio, come i fondi di early stage e hanno un focus specifico su determinate aree geografiche o settori²⁰.

Gli operatori di private equity dispongono di una serie di tecniche finanziarie a seconda del tipo di investimento che vogliono realizzare. L'interesse per il PE deriva principalmente dalla possibilità di ottenere rendimenti superiori rispetto ad altri strumenti finanziari più tradizionali.

Nel medio termine, infatti, i fondi di PE hanno prodotto rendimenti superiori rispetto ai mercati borsistici nello stesso periodo. Questo maggiore rendimento è giustificato non solo dal maggiore profilo di rischio degli investimenti di private equity, ma anche dalla minore liquidità rispetto ad altri tipi di investimenti (ad esempio, le società quotate)²¹.

In sintesi, nel PE vi sono diversi interventi, legati a precisi obiettivi da raggiungere, pertanto, questi vengono accuratamente selezionati e impiegati da investitori altamente qualificati, in base alle varie fasi strategiche che attraversa un'impresa.

Gli operatori sono gli *informal investor* e i *formal investor*.

I primi possono investire, in modo occasionale (amici, familiari, crowd funder) o stabilmente (business angel), in imprese appena avviate e di piccole dimensioni; quelle in fase di startup e in fase di seed; non sono soggetti a vincoli di investimento e a costi fissi perché utilizzano capitali propri; inoltre acquistano le quote di capitale diventando soci dell'azienda, per avere, poi, un ritorno economico.

I *formal investor*, invece, possono essere pubblici, industriali e finanziari.

Quelli pubblici utilizzano vari fondi, dal seed financing al turnaround e sono finanziarie di partecipazione o fondi comuni di investimento a partecipazioni pubblica/privata, che immettono capitale nelle imprese situate in aree geografiche meno sviluppate, rafforzando così il loro progresso tecnologico, lo sviluppo dei vari settori e dando vita a nuovi posti di lavoro, sacrificando, a volte, anche i loro profitti per favorire la crescita di nuove realtà imprenditoriali.

Quelli industriali, invece, investono i loro capitali nelle imprese giovani e tecnologiche, incrementano l'innovazione e la competitività, offrendo, inoltre, le loro competenze tecniche-scientifiche alla gestione aziendale.

²⁰ Antonio Meles, Private equity e sviluppo dell'impresa, 2013.

²¹ <https://www.morningstar.it/it/news/199647/labc-del-private-equity.aspx>

Quelli finanziari, come banche e fondi chiusi generalisti/specialisti, nell'investire ottengono un elevato ritorno, mettendo a disposizione le loro abilità manageriali, ma devono rispettare vincoli e restrizioni, come ad esempio, tener conto della scadenza temporale del fondo stesso, entro la quale gli investimenti vengono dismessi e le quote liquidate.

I fondi generalisti adoperano una strategia di investimento più ampia, mentre quelli specialisti intervengono solo su alcune fasi dell'operazione e su specifiche aree geografiche o settori.

Infine, il PE tende a far ottenere rendimenti superiori rispetto ai finanziamenti più tradizionali, questo perché il rischio degli investimenti è più alto, pur se necessita di una liquidità minore rispetto ad altri tipi di investimenti.

2.4 Il Fundraising

Il fundraising è il reperimento dei fondi necessari, inclusa una strategia pertinente, per effettuare operazioni finanziarie, al fine di ottenere il successo auspicato. Pertanto, questa operazione deve avere un solido progetto, ben strutturato, preparando in anticipo il tutto prima della scadenza temporale del fondo. In questa fase sono necessarie, da parte dell'investitore, le sue competenze professionali, acquisite da esperienze analoghe precedenti, la sua notorietà come l'indiscussa reputazione dello stesso. Tali elementi, insieme alla dimensione del fondo e alla capacità di negoziazione, offriranno all'azienda, un notevole vantaggio competitivo sul mercato.

Nel fundraising è cruciale che si stabilisca un saldo rapporto tra gestore e investitore/i, nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, competenza, attenzione e diligenza. I compiti e le responsabilità, nella raccolta fondi, saranno, chiaramente, definiti e distribuiti tra i promotori.

I potenziali investitori devono essere informati delle responsabilità che il gestore si assumerà una volta istituito e del ruolo che i promotori avranno, se ne avranno uno, dopo la costituzione del gestore. Molte giurisdizioni impongono restrizioni sui tipi di investitori, a cui è consentito promuovere i fondi, che sono generalmente rivolti a quelli esperti e consapevoli dei rischi elevati associati agli investimenti in fondi.

Le restrizioni spesso limitano l'utilizzo dei fondi affinché si trovino gli investitori per i quali sono adatti, con criteri di idoneità che variano tra le diverse giurisdizioni. Ad esempio, il patrimonio netto del potenziale investitore o la dimensione minima dell'investimento possono essere fattori determinanti. I promotori devono rispettare tutte le normative locali sulla commercializzazione dei fondi, poiché la violazione può rendere nullo qualsiasi accordo di investimento e, in alcune giurisdizioni, comportare sanzioni penali.

Gli investitori devono confermare nella documentazione di richiesta di essere sufficientemente esperti e di comprendere i rischi dell'investimento, mentre i promotori devono tenere un registro delle persone a cui commercializzano l'iniziativa e fornire loro tutte le informazioni relative all'operazione.

Se vengono accettati investitori meno esperti, devono essere fornite dati aggiuntivi, avvertenze e protezioni continue. La normativa antiriciclaggio varia in Europa, con alcune giurisdizioni che impongono obblighi di verifica dell'identità degli investitori e delle loro fonti di fondi. I promotori devono garantire che gli investimenti non siano effettuati per scopi di riciclaggio di denaro.

La documentazione di sottoscrizione deve includere garanzie sull'origine del denaro investito. La qualità degli investitori è fondamentale, poiché un inadempimento potrebbe svantaggiare altri e alcuni investitori potrebbero, invece, richiedere clausole specifiche di opt-out o esonero per non partecipare a determinati investimenti. La raccolta fondi deve mirare a ottenere una diversificazione e una qualità degli investitori sufficienti a ridurre i rischi.

Le condizioni degli investimenti sono solitamente negoziate, con alcuni investitori che cercano diritti preferenziali o vantaggi economici. Tuttavia, un'influenza eccessiva sulla gestione del fondo può alterarne la struttura e avere conseguenze legali.

Tutti gli investitori dovrebbero beneficiare di un trattamento equo e qualsiasi trattamento deve essere giustificato e reso trasparente.

I promotori devono fornire, inizialmente, un memorandum informativo o una documentazione simile, prima della chiusura del fondo, assicurando che le informazioni siano aggiornate e comunicate a tutti gli investitori. La documentazione del fondo deve essere completa, veritiera e qualsiasi modifica sostanziale, dopo la prima chiusura, deve essere approvata dagli investitori esistenti.

Infine, è necessario stabilire una data di completamento della raccolta fondi, considerando eventuali interessi o pagamenti compensativi per gli investitori che entreranno in ritardo²².

Il processo di fundraising è una fase molto delicata e richiede un notevole impegno in termini di risorse e tempo. Difatti, coinvolge gli investitori per circa un anno e dopo aver strutturato il fondo, si redige un documento simile a un piano aziendale, il *placement memorandum*, che deve includere la descrizione di tutti i termini e le condizioni, con dati e prospetti sulla dimensione del fondo, la dimensione delle quote di partecipazione, la

²² EVCA, Governing Principle, 2003.

durata del fondo, le politiche di distribuzione dei proventi, le commissioni di gestione, i costi di organizzazione e struttura, finendo con il reporting.

Inoltre, è necessaria la documentazione legale, come atti e contratti, per concludere l'investimento. Tradizionalmente, i fornitori di capitale nel settore del private equity e del venture capital sono investitori istituzionali (fondi pensione, istituzioni bancarie) che non possono svolgere direttamente tali attività, ma sono interessati ai rendimenti nel medio-lungo periodo.

Infine, il mercato del capitale di rischio, classifica le tipologie di investimento in base alle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa target, con leggere variazioni geografiche²³.

²³ <http://www.ecofinpress.it/finord/il-capitale-di-rischio-private-equity-e-venture-capital/>

2.5 *Forme di acquisizione e di finanziamento di un'azienda*

Le principali operazioni di acquisizione di un'azienda, nell'ambito del PE, si dividono in:

- Il Management Buy-In (MBI) è un'operazione in cui un manager o un gruppo di manager esterni (outsider) acquisiscono un'azienda con una quota di controllo e ne assumono la gestione sostituendo il team esistente. Questo avviene spesso quando l'azienda è sottovalutata, mal gestita o necessitante di una successione. È un'operazione, generalmente, classificata come Buyout, ovvero un'azione finanziaria e industriale in cui un team manageriale collabora con un finanziatore, solitamente un fondo di private equity, che fornisce la maggior parte delle risorse finanziarie per l'acquisizione. L'azienda target viene acquisita da investitori esterni quando i responsabili ritengono che sia sottoperformante e che i suoi prodotti possano generare rendimenti superiori con una nuova strategia aziendale e/o gestione. Dopo l'acquisizione, l'acquirente può sostituire il consiglio di amministrazione con i propri rappresentanti²⁴.
- Il Management Buyout (MBO) è un'operazione, invece, in cui un gruppo di manager interni all'azienda acquisisce la proprietà della stessa, trasformandosi in manager-imprenditori. Il MBO attrae perché offre maggiori ricompense ai manager, dando a quest'ultimi la possibilità di diventare proprietari dell'azienda piuttosto che rimanere dipendenti. Questo tipo di operazione comporta generalmente l'acquisto delle azioni della società in cui i manager lavorano, permettendo loro di diventare i soci di controllo con il potere decisionale completo e il diritto di godere degli utili distribuiti sotto forma di dividendi. Essendo sia soci che manager, i dirigenti sono motivati a gestire l'azienda con diligenza e in modo non opportunistico.

Il contesto in cui si verifica un MBO è, spesso, quello di un salvataggio di una società in difficoltà finanziarie o in bancarotta, per evitarne la liquidazione e rigenerarla con l'apporto di nuova liquidità. Alternativamente, può avvenire

²⁴ <https://www.digital4pro.com/2023/05/21/il-management-buy-in/#:~:text=Management%20Buy-Out%20e%20Management%20Buy-In&text=Nel%20ca>

semplicemente per motivi di profitto e, in tal caso, l'acquisizione potrebbe riguardare solo una parte dell'azienda, quella che è sana e solvente.

Poiché i manager possono beneficiare della proprietà dopo un MBO, passando da dipendenti a proprietari, assumono una maggiore responsabilità e rischiano di perdere il loro investimento. Se partecipano anche manager operativi, essi devono passare dal ruolo di esecutori delle decisioni del top management a quello di imprenditori e decisori, una transizione che potrebbe rivelarsi difficile se non sono pronti a gestire tale responsabilità. Il team di manager acquirenti è solitamente supportato da uno sponsor finanziario, tipicamente un fondo di private equity, che fornisce la maggior parte delle risorse finanziarie necessarie per l'operazione e può essere affiancato da un hedge fund. Nel caso di una società in difficoltà, i manager devono anche rigenerare l'azienda, possibilmente rinegoziando i crediti esistenti. La rinegoziazione dei crediti può avvenire anche senza un buyout e può evitare l'insolvenza o la liquidazione, ma è fattibile solo se i creditori sono pochi e con interessi omogenei²⁵.

- Il Leveraged Buyout (LBO), è un'operazione in cui un'impresa viene acquistata utilizzando principalmente il debito come contropartita. Queste operazioni avvengono solitamente quando una società di private equity (PE) ottiene prestiti da vari finanziatori per coprire una parte significativa del costo di acquisto (fino al 70-80%) e utilizza il proprio capitale per finanziare il restante importo. L'utilizzo della leva finanziaria (debito) incrementa i rendimenti previsti per la società di private equity. Investendo il minimo possibile dei propri fondi, le società di PE possono ottenere un elevato ritorno sul capitale proprio (ROE) e un tasso interno di rendimento (IRR), a condizione che tutto proceda come pianificato. Tuttavia, sebbene la leva finanziaria accresca i rendimenti azionari, comporta anche un aumento del rischio. Vincolando più tranches di debito a un'azienda operativa, la società di PE incrementa notevolmente il rischio della transazione, motivo per cui le LBO tendono a coinvolgere aziende stabili. Se il flusso di cassa è insufficiente e la situazione economica dell'azienda peggiora, potrebbe non riuscire a soddisfare i propri obblighi debitori e necessitare di una ristrutturazione,

²⁵ <https://www.digital4pro.com/2021/12/01/il-management-buyout-mbo/>

annullando probabilmente tutti i rendimenti per lo sponsor azionario. Le aziende mature, stabili, non cicliche e con flussi di cassa prevedibili sono buone candidate per un leveraged buyout²⁶.

Il crescente continuo sviluppo delle dinamiche del mercato e le molteplici trasformazioni comprese le nascite di aziende sempre più diversificate tra loro, non permette fino ad oggi una classificazione tradizionale dello stadio di sviluppo delle imprese e delle loro esigenze finanziarie. Motivo per cui, gli operatori del capitale di rischio sviluppano costantemente strumenti finanziari avanzati, sempre più complessi e sofisticati, che sono a loro volta difficili da catalogare. Di conseguenza, è necessaria una classificazione più aggiornata, basata sulle diverse esigenze strategiche delle imprese, sulle relative problematiche e sugli obiettivi che l'investitore intende raggiungere²⁷.

Pertanto, abbiamo anche diverse tipologie di finanziamento che più si adattano a quel tipo d'impresa che attraversa diversi stadi di sviluppo.

Le forme di finanziamento si dividono in tre tipologie:

1. Finanziamento dell'avvio (early stage financing)
2. Finanziamento dello sviluppo (expansion financing)
3. Finanziamento del cambiamento (turnaround financing, replacement capital financing e BO)

La prima tipologia di finanziamento è un tipo di supporto destinato a mettere in pratica un progetto imprenditoriale molto innovativo come un nuovo prodotto o migliorarlo, o a sostenere i primi passi di una nuova impresa. Questo richiede sia un contributo finanziario che un supporto nella strategia aziendale e il suo posizionamento nel mercato.

Per l'investitore, a questo punto, l'investimento deve offrire un ritorno che giustifichi l'alto grado di incertezza dei risultati, la bassa liquidità degli strumenti finanziari utilizzati, e la limitata disponibilità di dati qualitativi e quantitativi. Il finanziamento dell'avvio può essere suddiviso in due sottogruppi, a seconda dello stadio del progetto finanziario:

²⁶ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/leveraged-buyout-lbo/>

²⁷ <http://www.ecofinpress.it/finord/il-capitale-di-rischio-private-equity-e-venture-capital/>

- Nella fase di creazione dell'impresa o della sperimentazione del prodotto abbiamo il *seed financing*, un fondo finanziario che l'imprenditore ha bisogno per testare la validità tecnica del prodotto o servizio e per creare una struttura aziendale capace di produrlo e venderlo. In questi casi, di solito, non è stato ancora preparato un business plan e sono richieste competenze tecniche, scientifiche e manageriali elevate. Inoltre, sebbene il capitale richiesto sia modesto, l'incertezza riguardo ai tempi e ai risultati del progetto imprenditoriale rende difficile e poco conveniente accedere alle fonti di finanziamento tradizionali.
- Gli interventi di *start-up financing* riguardano imprese che, pur avendo già avviato la produzione, non hanno ancora testato la validità commerciale del loro prodotto o servizio. Queste operazioni richiedono generalmente capitali più ingenti rispetto al seed financing, anche se presentano un rischio minore e tempi di attesa più brevi. Inoltre, le competenze richieste agli investitori istituzionali non sono più di tipo tecnico-scientifico, poiché la fase di sperimentazione è già stata superata, ma piuttosto professionali e manageriali, dato che l'azienda ha bisogno di sviluppare la propria capacità produttiva e costruire canali di distribuzione per accedere al mercato.

La seconda tipologia di finanziamento si riferisce ai fondi di *expansion financing* (o *development capital*) che si rivolgono a imprese già avviate e finanziariamente autonome che, per affrontare la concorrenza e aumentare la redditività del proprio capitale, hanno bisogno di incentivare o consolidare la loro crescita. In questa fase, l'investitore affronta un rischio minore rispetto a quello associato agli interventi di *early stage*, poiché l'azienda ha già dimostrato la capacità di gestire il processo produttivo in modo economico e dispone di una serie storica di dati qualitativi ed economico-finanziari, riducendo così l'incertezza informativa.

L'*expansion financing* può essere suddiviso, anch'esso, in due sottogruppi:

- *L'Early growth financing* che riguarda l'apporto di capitali e serve a rafforzare la capacità produttiva e distributiva dell'azienda, accelerando così il processo di crescita in corso. Durante questa fase, il tasso di crescita delle vendite raggiunge i suoi massimi, permettendo una riduzione graduale dell'intensità di capitale e un aumento dell'autofinanziamento.
- *Il Sustained growth financing* riguarda, invece, le imprese che stanno entrando nella fase di maturità, caratterizzate da una crescita del fatturato stabile e da una buona capacità di autofinanziamento. In questo contesto, l'investitore fornisce significative risorse finanziarie per consolidare la posizione competitiva dell'azienda e sviluppare nuovi piani di crescita, attraverso processi di diversificazione produttiva e geografica.

Il finanziamento del cambiamento, infine, comprende interventi rivolti generalmente alle aziende mature, dove il capitale azionario immesso, può perseguire obiettivi diversi.

Il *replacement capital*, ad esempio, viene impiegato da aziende che necessitano di una parziale sostituzione degli azionisti. Questi interventi diventano necessari quando tra i detentori del controllo aziendale e i soci di minoranza non c'è più allineamento sugli obiettivi strategici da seguire per lo sviluppo dell'azienda. Il termine *BO* si riferisce ai finanziamenti destinati a sostenere le azioni di gruppi manageriali, interni o esterni all'azienda, con l'obiettivo di acquisirne il controllo. Tali operazioni possono essere necessarie per vari motivi, come la volontà dell'imprenditore di vendere l'azienda o una sua parte, la difficoltà di trovare un successore adeguato in caso di passaggio generazionale, o il desiderio di privatizzare un'azienda pubblica²⁸.

In conclusione, nel PE abbiamo tre operazioni importanti di acquisizione di un'azienda: il Management Buy-in (MBI), il Management Buy-out (MBO), il Leveraged Buy-out (LBO).

MBI è un'operazione, in cui un manager o più di uno interni/esterni acquisiscono un'azienda con una quota di controllo e ne assumono la gestione sostituendo il team esistente, diventando così manager imprenditori. Le risorse finanziarie per l'acquisizione

²⁸ Antonio Meles, *Private equity e sviluppo dell'impresa*, 2013.

provengono da un finanziatore del PE, quando l'azienda non è più efficiente, sostituendo anche il consiglio di amministrazione.

MBO è un'operazione, invece, dove gli stessi manager interni all'azienda ne acquisiscono la proprietà, diventando manager imprenditori. Acquistando le azioni, questi diventano soci con potere decisionale, godendo anche degli utili. È un salvataggio di una società in difficoltà finanziaria o in bancarotta, ma può anche essere l'acquisizione solo della parte sana dell'azienda. Poiché i manager dipendenti diventano proprietari, si assumono maggiori responsabilità con il rischio di perdere il loro investimento.

Nel LBO, infine, un'azienda viene acquisita utilizzando il debito come contropartita. Tuttavia, nonostante la leva finanziaria accresca i rendimenti azionari, vi è un aumento del rischio. Vincolando più tranche di debito, infatti, la società incrementa il pericolo di una transazione e se il flusso di cassa è insufficiente, l'azienda, non riesce a soddisfare i propri obblighi debitori, annullando, probabilmente tutti i rendimenti. Per questo motivo LBO tende a coinvolgere aziende stabili e con flussi di cassa prevedibili.

Pertanto, possiamo dire che esistono aziende sempre più complesse e diversificate tra loro, con la necessità di avere nuovi piani strategici idonei alle loro esigenze di crescita e stabilità.

Vi sono, perciò, diverse forme di finanziamento che meglio si adattano ai vari tipi d'impresa e agli obiettivi che vuole raggiungere l'investitore.

Questi sono: i finanziamenti dell'avvio, i finanziamenti dello sviluppo e i finanziamenti del cambiamento.

Il primo sostiene, attraverso fondi come il seed financing, la nascita della nuova impresa, migliorando il prodotto già esistente o creandone uno nuovo, con un modesto supporto finanziario e strategico ed inoltre favorisce il suo lancio nel mercato. Tutto ciò richiede anche competenze tecniche, scientifiche e manageriali elevate che poco interessa ai finanziamenti tradizionali.

Gli interventi di startup financing vengono richiesti da aziende già avviate e che hanno i loro prodotti o servizi non ancora testati. Naturalmente ciò prevede non solo dei capitali più cospicui, anche se presentano un rischio minore, ma delle competenze professionali e manageriali per poter sviluppare la produzione e accedere successivamente al mercato. I finanziamenti di sviluppo accedono al early growth financing e al sustained growth financing, dove la prima apporta capitali che rafforzano la capacità produttiva e

distributiva dell'azienda con una conseguente crescita delle vendite e un aumento dell'autofinanziamento; la seconda aumenta la crescita del fatturato in modo stabile e l'autofinanziamento, dando la possibilità all'impresa di avere la capacità di consolidare la sua competitività.

Il finanziamento del cambiamento è legato, infine, alle aziende mature, le quali accedono al replacement capital, quando necessitano di una sostituzione parziale degli azionisti non avendo più tra loro gli stessi obiettivi strategici come vendere parte o tutta l'azienda, privatizzarla, nominare nuovi vertici e se adottare nuove tecniche di gestione.

2.6 Le fasi di un deal

Un'operazione di private equity si articola nelle seguenti fasi:

1. Ricerca e identificazione delle opportunità di investimento (origination e screening), effettuata in base a criteri stabiliti dall'organo deliberante dell'investitore istituzionale, quali dimensione, redditività e settore di appartenenza dell'azienda.
2. Analisi e valutazione dell'impresa e dell'operazione, intrapresa solo se la fase di origination e screening ha avuto esito positivo. Questa fase prevede un esame approfondito della documentazione aziendale, del profilo imprenditoriale, del team di gestione, del mercato, dei concorrenti, del posizionamento dell'azienda, della possibile struttura dell'operazione di investimento e del rendimento potenziale.
3. Procedura negoziale, durante la quale l'investitore in private equity svolge un'attenta due diligence e avvia un dialogo approfondito con l'imprenditore e il management per verificare se l'operazione può essere conclusa a condizioni favorevoli per tutte le parti coinvolte.
4. Decisione di investimento, fase in cui vengono definite le condizioni per l'ingresso dell'investitore nel capitale di rischio dell'azienda target.
5. Chiusura dell'operazione (closing), che consiste nella formalizzazione dell'investimento tramite la firma del contratto e dei patti parasociali.

Il processo di investimento è un processo iterativo (cioè un passaggio che si ripete modificando e migliorando il prodotto o servizio con ogni ciclo). Le attività delle varie fasi possono sovrapporsi temporalmente, e aspetti affrontati nelle fasi precedenti possono

essere ridefiniti alla luce delle informazioni acquisite successivamente. Ad esempio, la discussione di aspetti fondamentali per il buon esito dell'operazione, come la valutazione preliminare dell'azienda e la tempistica e modalità di disinvestimento, avviene già durante gli incontri preliminari. Questo per due ragioni principali: da un lato, è inefficiente per un investitore istituzionale dedicare risorse senza aver prima concordato con l'imprenditore alcuni aspetti rilevanti dell'operazione; dall'altro, la rapidità di esecuzione dell'intero processo, unita a un'analisi approfondita e affidabile, è cruciale per il posizionamento competitivo dell'investitore. Per minimizzare i tempi di esecuzione del closing, è necessario che l'investitore istituzionale garantisca ed eviti che un'esecuzione inadeguata di una fase possa compromettere il corretto svolgimento delle fasi successive.

Una corretta attività di ricerca e selezione permette di concentrare l'analisi e la valutazione solo sulle iniziative meritevoli. Inoltre, discutere i principali aspetti della struttura dell'operazione durante la fase di analisi può consentire di abbandonare un progetto di investimento prima di arrivare alla costosa fase di negoziazione, riducendo così i costi per l'investitore ed evitando di distrarre risorse dalle operazioni veramente interessanti, per raggiungere con successo un processo di creazione di valore.

È necessario l'impiego di risorse professionali adeguate, dotate di competenze specifiche, nell'attività di scouting, ovvero nella creazione di un flusso continuo di opportunità di investimento interessanti (deal flow). Una cattiva selezione dei progetti di investimento può contaminare il deal flow, causando uno spreco di tempo e risorse che l'investitore potrebbe dedicare ad altre fasi del processo di investimento e alla gestione delle imprese partecipate.

Per questo motivo, chi si occupa di scouting deve definire i parametri per la preselezione e, sulla base di questi, delineare un profilo chiaro delle imprese target.

Le caratteristiche ricercate nelle aziende target sono precondizioni necessarie per il successo dell'operazione e possono essere così sintetizzate:

- Possibilità concreta di creare valore entro un periodo compatibile con l'orizzonte temporale dell'investitore;

- Qualità professionali e umane del management, necessarie per instaurare una stretta collaborazione sinergica tra il team di investimento del PE e il management esistente;
- Coerenza tra il prezzo di ingresso e il valore equo dell'azienda, condizione che garantisce un adeguato profitto all'investitore.
- Concordare la modalità e la tempistica del disinvestimento per evitare eventuali problemi di hold-up.

Questi fattori sono tutti determinanti e, se non soddisfatti contemporaneamente, portano all'abbandono del progetto di investimento. Importanti aspetti da considerare sono anche: la dimensione (ad esempio, la classe di fatturato), la localizzazione geografica e settoriale, la redditività storica e potenziale, l'innovazione di processo o di prodotto che variano in base al tipo di intervento (avvio, sviluppo o trasformazione) e alle caratteristiche dell'investitore con metodologie di ricerca diverse, a seconda se questo appartenga a un gruppo bancario o finanziario.

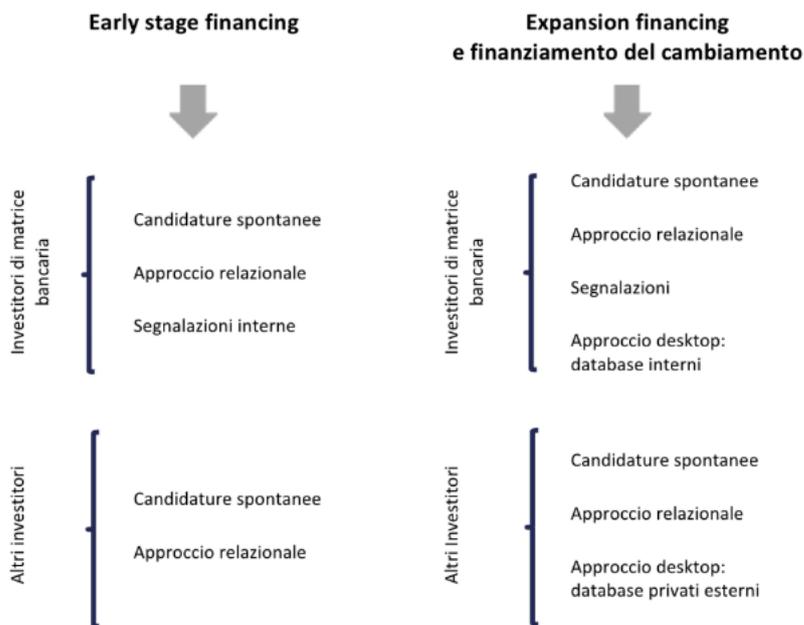
Nello scouting indiretto si richiede un dispendioso lavoro di selezione (screening) da parte dell'investitore, che deve isolare le opportunità di investimento realmente interessanti e coerenti con il proprio profilo finanziario. Solitamente, la prima sostanziale scrematura delle proposte di investimento avviene tramite l'analisi dell'executive summary, un documento che descrive l'iniziativa imprenditoriale per la quale si richiede l'investimento di capitale.

Per facilitare ancora di più l'operazione di screening, è possibile condurre una campagna pubblicitaria efficace (workshop, convegni, stampa specializzata, sito internet dell'investitore) per illustrare ai potenziali candidati i requisiti richiesti alle aziende target e i parametri utilizzati nella fase di selezione.

Tutto ciò attira l'attenzione di più investitori con il rischio per gli stessi di non riuscire a concludere l'investimento dopo aver dedicato tempo e risorse all'analisi dell'azienda, oppure di concluderlo a condizioni che mettono in pericolo la redditività dell'investimento stesso.

Per garantirsi l'esclusività dell'azienda/e presa in considerazione per la sua potenzialità (attività di origination), l'investitore di private equity non deve limitarsi a ricevere e selezionare le candidature spontanee degli imprenditori, ma deve sviluppare un sistema solido di ricerca autonoma delle aziende in cui investire (scouting diretto).

Nello scouting diretto, gli operatori di PE, solitamente, utilizzano un approccio relazionale e un approccio desktop. Il primo consiste nel definire partnership come associazioni confindustriali, centri di ricerca e università, oltre a consulenti, professionisti e commercialisti. Queste partnership aiutano l'investitore a migliorare la conoscenza del mercato del capitale di rischio nel territorio di riferimento.



Private equity e sviluppo dell'impresa, Antonio Meles, 2013

Inoltre, lo scouting diretto, prevede il pagamento di commissioni al momento della chiusura dell'affare; l'approccio desktop, invece, si basa sull'uso di database privati, che contengono i bilanci di un'ampia gamma di imprese. Questi database permettono di selezionare le imprese secondo criteri qualitativi (come la localizzazione geografica, il

settore di appartenenza, le strutture di governance, ecc.) e quantitativi (come gli indici economico-finanziari).

L'approccio di desktop viene generalmente utilizzato per la selezione di aziende in una fase avanzata mentre è poco adatto alle imprese di nuova costituzione.

Per le aziende che superano la selezione iniziale e per le quali l'investitore riceve una manifestazione d'interesse da parte dell'imprenditore (condizione non necessaria per le aziende che hanno proposto spontaneamente la propria candidatura), inizia la fase di analisi e valutazione. Durante questa fase, l'investitore effettua ulteriori indagini sia qualitative sia quantitative.

- L'approfondimento qualitativo consiste principalmente in una serie di incontri e colloqui per valutare le qualità professionali del management aziendale, la sua propensione alla crescita, la sua apertura al dialogo e le strategie di sviluppo proposte.
- L'approfondimento quantitativo, invece, si concentra sull'analisi del business plan, con attenzione alla credibilità e affidabilità delle previsioni produttive, strategiche ed economico-finanziarie. Pertanto, il business plan viene valutato sia dal rapporto tra obiettivi e risorse disponibili (coerenza interna) e sia dalla relazione delle prospettive e dinamiche del settore di riferimento (coerenza esterna). Inoltre, l'analisi quantitativa include una preliminare due diligence fiscale per verificare la presenza di pratiche di evasione fiscale, come la mancata contabilizzazione dei ricavi o l'uso di manodopera non contrattualizzata.

Durante questa fase, l'investitore raccoglie ulteriori informazioni sulle competenze gestionali e sulla pianificazione strategica del management.

In sintesi, gli obiettivi principali dell'analisi e valutazione sono ottenere un feedback sulla qualità dell'impresa, verificata nella fase di scouting e screening, determinando così il fabbisogno finanziario necessario per attuare il piano di sviluppo, oltre a una valutazione preliminare del capitale economico dell'azienda.

Garantire la sostenibilità economico-finanziaria dell'impresa nel medio-lungo termine è fondamentale, specialmente negli interventi di avvio, quando scenari imprevedibili possono causare carenze di cassa e compromettere la capacità della stessa di attuare il piano di crescita previsto.

Se, al termine della fase di analisi e valutazione, le parti mostrano un reale interesse a proseguire la trattativa, inizia la vera e propria procedura negoziale, fase che comincia con la firma di una lettera di intenti che funge da contratto preliminare e subordina la stipula dell'accordo definitivo a una serie di verifiche condotte dall'investitore, con l'assistenza di un team di esperti esterni.

Gli elementi generalmente inclusi nella lettera di intenti sono:

- Il valore iniziale del capitale economico dell'azienda e i modelli di pricing da utilizzare per la valutazione finale del prezzo di cessione della partecipazione;
- Una clausola di esclusività della durata di circa tre mesi, durante la quale l'impresa si impegna a non avviare trattative con altri investitori istituzionali;
- L'impegno dell'investitore a rispettare i principi di riservatezza e correttezza per proteggere l'impresa dalla divulgazione di informazioni riservate, che potrebbero essere utilizzate dai concorrenti;
- La concessione di un periodo di grazia durante il quale l'investitore può esaminare le aree aziendali specificate, seguendo le modalità di indagine concordate.
- la creazione di meccanismi di corporate governance finalizzati a migliorare la gestione aziendale (ad esempio, realizzare piani di incentivazione per dipendenti e dirigenti, la nomina di una società di revisione altamente qualificata, rappresentanti da inserire negli organi societari e il reclutamento di eventuali nuovi manager);
- la definizione della durata dell'investimento e delle modalità di uscita a disposizione dell'intermediario.

Dopo la firma della lettera di intenti e durante il periodo di grazia, l'investitore in private equity, insieme ai suoi consulenti (legali, fiscalisti, commercialisti, società di revisione,

ecc.), entra in azienda per condurre un'intensa attività di due diligence, che consiste in una serie di indagini e verifiche dettagliate nelle seguenti aree aziendali:

- Contabilità: verifica delle scritture contabili, con particolare attenzione alla valutazione delle immobilizzazioni, dei crediti inesigibili, del magazzino, delle partecipazioni in altre aziende e all'emersione di passività non registrate o scadute, come quelle verso gli istituti previdenziali;
- Fiscalità: accertamento dell'assenza di contenziosi con il fisco o di imposte eluse/evase e controllo (formale e sostanziale) degli adempimenti fiscali della società target;
- Area legale: esame legale dei libri sociali, dei patti parasociali, dei contratti con fornitori e clienti, dello stato di marchi e brevetti, per prevenire difficoltà post-acquisizione;
- Finanza: normalizzazione dei risultati economici e comprensione del processo di generazione dei flussi di cassa;
- Business: valutazione dell'attrattività dei prodotti, della qualità del processo produttivo e delle reti commerciali, delle quote di mercato dell'azienda e del suo posizionamento competitivo.
- Area ambientale: dedicata alla verifica, individuazione e quantificazione delle passività ambientali presenti in un sito, a supporto delle operazioni aziendali.

Una volta completata la due diligence, l'investitore avrà un insieme di informazioni sufficienti per confermare la validità dei dati preliminari utilizzati nella valutazione della target e nella decisione di investimento. In questo contesto, l'esito della due diligence può portare all'interruzione delle trattative o alla revisione del prezzo di cessione. Questo perché le verifiche fin qui fatte grazie alla due diligence, portano a una profonda conoscenza dell'azienda e dei suoi principali stakeholder, che consente all'investitore di identificare le aree principali su cui intervenire, per avviare il processo di creazione di valore e di quantificare il necessario fabbisogno finanziario. Questo è noto come due diligence costruttiva. Le informazioni ottenute sono inoltre fondamentali per preparare il documento informativo (information memorandum) che l'investitore deve presentare al proprio organo decisionale per approvare l'investimento (funzione tecnica).

La possibilità che la procedura negoziale si concluda con la formalizzazione dell'investimento dipende, oltre che dal buon esito della due diligence, dalla capacità delle parti di raggiungere un accordo sul prezzo di cessione della partecipazione, sulla regolamentazione dei rapporti tra azionisti, sugli obiettivi strategici da perseguire, sui tempi e sulle modalità di way-out. A questo punto, si procede alla formalizzazione dell'accordo con la redazione e la firma del contratto definitivo (closing).

Di solito, tra l'inizio della negoziazione e la firma del contratto di acquisizione passano circa tre mesi, salvo imprevisti che possano allungare i tempi. Il contratto definitivo dettaglia e chiarisce aspetti che nella lettera di intenti sono trattati in modo meno approfondito. Sebbene il contenuto del contratto possa variare a seconda del tipo di intervento, alcuni elementi tipici di un contratto definitivo di investimento in private equity includono:

- Oggetto del contratto;
- Prezzo, modalità di pagamento ed eventuali condizioni economiche legate a milestone di risultati o attività degli azionisti originari;
- Struttura dell'operazione, inclusi gli strumenti finanziari sottoscritti dall'investitore (azioni ordinarie o speciali, obbligazioni convertibili o con warrant);
- Impegni di non concorrenza e di eventuale esclusività per alcuni soci/manager;
- Aspetti di corporate governance, come la rappresentanza nel consiglio di amministrazione, la presenza nel collegio sindacale e i meccanismi di incentivazione del top management;
- Clausole per salvaguardare il valore dell'investimento, come la possibilità di rivedere il prezzo d'ingresso in base ai risultati effettivi dell'azienda;
- Obbligo di certificazione del bilancio da parte di società di revisione di elevato standing;
- Limiti al trasferimento delle partecipazioni per i soci originari (clausole di lock-up) o clausole di prelazione e gradimento per l'ingresso di nuovi soci;
- Modalità di disinvestimento prioritarie.

Dopo la firma dell'accordo di investimento, il contratto viene eseguito con il pagamento del prezzo concordato, in un'unica soluzione o in più tranches, il rilascio delle garanzie, l'acquisto della partecipazione da parte dell'investitore e altre attività previste, come la nomina degli amministratori. Da questo momento, l'investitore istituzionale e l'imprenditore collaborano per massimizzare la creazione di valore.

Esiste però anche il rischio di moral hazard post-contrattuale derivante dal fatto che l'imprenditore e partner finanziario hanno orizzonti di investimento diversi, attribuendo significati differenti alla massimizzazione del valore d'impresa. L'imprenditore, una volta ottenuto il finanziamento, potrebbe adottare strategie di investimento meno rischiose per garantire la sopravvivenza dell'impresa a lungo termine, soluzioni che l'investitore potrebbe considerare insoddisfacenti per ottenere un adeguato capital gain. Al contrario, l'investitore istituzionale, sfruttando la scarsa autonomia finanziaria dell'imprenditore, potrebbe spingere per operazioni di breve termine come investimenti mirati, politiche di earning management o una quotazione prematura dell'azienda.

Un altro tipo di comportamento contrario a quanto pattuito può essere messo in atto dall'imprenditore se si adoperava in modo inefficace per lo sviluppo aziendale, contando sul fatto che all'investitore non convenga recedere dall'investimento nel breve termine (rischio di hold-up).

Di conseguenza, una struttura di statuto e patti parasociali che valorizzano le volontà gestionali, sia dell'investitore in private equity sia del socio imprenditore, risultano essere un valido strumento per contrastare quei comportamenti di azzardo morale una volta avviato l'investimento²⁹.

²⁹ Antonio Meles, *Private equity e sviluppo dell'impresa*, 2013.

TERZO CAPITOLO

GESTIONE E VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DISTRESSED

3.1 Operazioni di Turnaround

Rilevato lo stato di declino o crisi, è necessario analizzarne le cause e pianificare eventuali interventi per eliminarle. A seconda della natura della crisi e dell'entità delle misure di recupero, è importante distinguere tra due diverse circostanze: una crisi lieve e temporanea, che può essere considerata ricorrente in una visione ciclica della vita aziendale o una crisi grave ed eccezionale, che richiede interventi straordinari di turnaround per la sopravvivenza dell'impresa e il suo rilancio verso nuove condizioni di successo.

Il termine "turnaround" significa letteralmente "giro di boa" o inversione di tendenza, ed è tradizionalmente usato per descrivere una serie di interventi sistematici messi in atto per ristabilire gli equilibri economici, finanziari, patrimoniali e operativi di un'impresa. Come già menzionato, il turnaround può essere visto come un cambiamento radicale che coinvolge diverse dimensioni dell'azienda, tra cui strategie, modelli comportamentali, aspetti organizzativi, cultura e processi. Pertanto, il turnaround non si applica esclusivamente a situazioni di declino o grave crisi, che rappresentano solo alcune delle circostanze viste non solo come minacce, ma anche opportunità che richiedono comunque un cambiamento radicale per essere sfruttate³⁰.

Dunque, le cause della crisi sono innumerevoli, come abbiamo citato nei capitoli precedenti, ma non sono così tante le vie per risollevare l'azienda e una di queste potrebbe essere il piano di risanamento e ristrutturazione del turnaround dove si evince che la situazione finanziaria e l'incapacità di reagire alle dinamiche competitive, potrebbero portare, in poco tempo, l'uscita dal mercato dell'impresa e probabilmente in modo traumatico. Per valutare tutto ciò, vi sono anche dei parametri che possiamo prendere in

³⁰ Crisi e declino dell'impresa, Claudio Sottoriva, 2012

considerazione come la durata del periodo, nel quale si sono verificate le perdite economiche, l'entità di queste rispetto al fatturato e agli indici patrimoniali/finanziari, che non possono prescindere dall'impatto del debito. Bisogna anche dire, che in realtà non esiste una soglia misurabile di grandezze economico-finanziarie capace di intercettare in modo chiaro e preciso il momento del declino di un'impresa verso uno stato di crisi.

I turnaround, sebbene descritti in economia come "interventi per risolvere le fasi di declino o crisi", si distinguono dal risanamento in quanto sono cambiamenti improvvisi, urgenti e decisi rapidamente; sono richiesti da contesti difficili, dove la stessa sopravvivenza dell'impresa può essere in pericolo; comportano cambiamenti significativi o persino radicali e traumatici, che influenzano non solo le strategie, ma anche la cultura, la struttura proprietaria dell'azienda, coinvolgendo tutti gli stakeholder, ed infine sono progettati e coordinati con l'obiettivo di riportare l'impresa all'equilibrio, alla redditività e a uno sviluppo ulteriore³¹.

Spesso, la causa principale della crisi è la perdita di competitività derivante dalla scarsità di piani strategici come può essere l'innovazione di prodotti, tecnologie, servizi al cliente, ecc.

Essa si verifica nel corso di un periodo prolungato, che può durare anni e questa evoluzione graduale rende difficile, per gli imprenditori e i manager, riconoscere consapevolmente l'entrata dell'azienda in uno stato di decadimento.

Valutare questi elementi aiuta a identificare alcuni dei requisiti fondamentali che un'operazione di turnaround deve considerare come premesse di base del processo, senza le quali il livello di rischio potrebbe gravemente pesare sulle possibilità di successo³².

Una strategia efficace deve essere realizzata nei primi stadi del processo. La crisi, di conseguenza, può essere vista come un processo di selezione naturale delle aziende più resilienti. Difatti, le società operano in un ambiente in costante evoluzione, per cui nessun vantaggio competitivo può perdurare nel tempo senza un adeguamento continuo alle mutevoli circostanze.

In questo contesto, gli economisti Peters e Waterman hanno formulato la teoria dell'innovazione continua, che si fonda sull'approccio transazionale. Secondo questa

³¹ Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali, Claudio Sottoriva, 2012.

³² Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround, Giovanna Mariani, 2012.

teoria, le aziende devono agire come se fossero costantemente in una condizione di pericolo, cercando continuamente nuove strategie competitive.

Emerge da questo, la definizione moderna di turnaround, non più vista semplicemente come una strategia per affrontare situazioni di declino o crisi, ma come un processo di cambiamento radicale volto a garantire alla società una crescita sostenibile nel tempo, in termini di valore.

In questa prospettiva, il turnaround non è un piano di risanamento per l'azienda, ma piuttosto un'opportunità di trasformazione che assicura non solo il recupero di una stabilità finanziaria, ma anche un futuro competitivo. È essenziale affrontare le cause alla radice, eliminando gli elementi che hanno portato alle perdite e, in ultima analisi, alla crisi aziendale, per garantire all'azienda la sua sopravvivenza, in un mercato sempre più competitivo.

La crisi può essere vista come il "trigger-event" del turnaround, ma non è l'unico fattore scatenante. In alcuni casi, il turnaround risulta essere una decisione strategica del management, coinvolgendo attivamente gli stakeholder aziendali per definire una nuova visione aziendale e sostituire i valori obsoleti con nuovi orientamenti competitivi e duraturi nel tempo. Spesso, questa necessità di cambiamento, porta le aziende a sostituire il top management, simbolo della vecchia cultura aziendale.

I turnaround si dividono in due tipologie:

- Strategici: si differenziano in spostamenti in un gruppo più grande, più piccolo o attraverso un incremento della quota di mercato nello stesso gruppo di appartenenza.
- Operativi: richiedono vari interventi come un incremento dei ricavi, una diminuzione dei costi e cessione di attività.

L'esigenza di un turnaround può derivare dal raffronto tra le performance aziendali passate e attuali, caratterizzate da un declino come da un confronto tra queste e quelle del settore di riferimento³³.

³³ Crisi d'impresa, Turnaround e Risanamento, Olga Cucaro, 2017

Questo processo di ristrutturazione si articola in due fasi: nella prima, si identificano le cause della crisi aziendale; nella seconda, si sviluppa una strategia mirata al recupero della redditività.

Nato negli Stati Uniti durante la recessione del 1982, il turnaround utilizza strumenti economici come la finanza aziendale, nonché metodi derivati dal diritto e dalla psicologia. Questi strumenti vengono impiegati per creare piani di ristrutturazione a breve, medio e lungo termine, coinvolgendo tutte le parti interessate, dai fornitori ai clienti, fino agli stakeholder. Il processo di turnaround può includere il rilancio dell'impresa, ma anche altre soluzioni come joint venture, vendita, locazione o fallimento.

Un elemento chiave nel contesto del turnaround è il Turnaround Index, che misura le capacità finanziarie e patrimoniali di un'azienda. Questo indice varia tra 0,1 e 0,9, indicando una gamma che va da performance soddisfacenti con bassa propensione al turnaround, a risultati deludenti con alta probabilità di turnaround. In sostanza, l'indice determina il rischio di crisi per un'azienda.

Gli indicatori principali utilizzati per valutare la performance di un'azienda sono:

1. Redditività delle vendite (ROS)
2. Variazione media del ROI
3. Variazione media del fatturato
4. Rapporto tra i mezzi propri e il capitale investito
5. Rapporto tra le proprie risorse e il credito finanziario netto
6. Copertura degli oneri finanziari
7. Capacità di generare cassa

Negli ultimi anni, l'applicazione del turnaround alle aziende in crisi ha portato alla nascita della figura del Turnaround Manager. Questi professionisti, o società specializzate, gestiscono la crisi aziendale per periodi che variano dai 3 ai 24 mesi, a seconda della complessità del caso. Le loro competenze vanno oltre il semplice salvataggio dell'azienda e includono consulenze per modelli aziendali che necessitano di cambiamenti. Alcuni manager sono diventati noti per le loro abilità nel risanamento, come Enrico Bondi, celebre per il caso Parmalat del 2003 e la Spending Review. Inoltre, fondi di private equity

come Sun Capital Partners e Alix Partners sono molto attivi nella gestione delle ristrutturazioni aziendali.

Il turnaround rappresenta un approccio integrato e multidisciplinare per il risanamento delle aziende in crisi, combinando strumenti economici, legali e psicologici per sviluppare piani efficaci di recupero³⁴.

In definitiva, le cause più acclamate della crisi di un'impresa sono sostanzialmente due: la perdita di competitività e il peso del debito.

Nella prima la competizione è diventata più estenuante e difficile da quando sono entrati nel mercato Paesi emergenti con i loro prodotti sempre più all'avanguardia e a prezzi più bassi, dando inoltre un maggiore interesse alle esigenze del cliente come ai servizi.

È necessario, allora per emergere, investire nel processo produttivo, bilanciando al meglio le risorse degli azionisti, i benefici dei vertici aziendali come dell'azionariato familiare e prestare più cautela verso nuove acquisizioni, tenendo conto sempre delle dimensioni dell'azienda.

Per superare questa crisi, il turnaround sembra essere molto efficace e promettente, in quanto considera le imprese come se fossero sempre in una condizione di pericolo, spronandole a tal punto, continuamente, a trovare nuove strategie competitive, raggiungendo così anche un'ottimale stabilità finanziaria.

Gli investimenti di turnaround sono intrinsecamente più complessi rispetto ad altri, poiché si innestano su situazioni già difficili e coinvolgono numerosi stakeholders con priorità spesso divergenti. Pertanto, un investimento in un asset in crisi deve essere valutato con grande attenzione, considerando sia i rischi sia le opportunità per il rilancio, partendo dal potenziale dell'impresa.

I fattori di successo di un turnaround possono essere classificati in queste categorie:

- Struttura dell'intervento: È fondamentale ristabilire l'equilibrio finanziario. Questo comporta trovare il giusto mix tra ricapitalizzazione, ristrutturazione del debito e l'uso di altri strumenti finanziari.

³⁴ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/turnaround-215.htm>

- Business plan: La robustezza del piano è cruciale per l'investimento. Monitorare costantemente e adattare il piano all'evoluzione del mercato è decisivo durante il periodo di investimento del fondo nell'impresa.
- Governance: In una crisi, l'investitore deve avere le giuste leve strategiche. Una posizione di controllo o co-controllo è ideale, ma è essenziale creare un rapporto equilibrato e sano tra gli stakeholders, con l'obiettivo comune di rilanciare l'impresa.
- Management: È importante selezionare manager adeguati al settore e capaci di gestire situazioni difficili, identificando e incentivando gli elementi che favoriscono una collaborazione efficace e un pieno allineamento con l'investitore.
- Riorganizzazione e rafforzamento: Occorre valutare e scegliere tra diverse opzioni per l'organizzazione interna e le attività su cui focalizzarsi.
- Tempestività: Entrare nella società al momento giusto è fondamentale, così come prendere decisioni rapide ed efficaci durante il periodo di investimento. I primi risultati concreti devono emergere in tempi relativamente brevi, idealmente entro 12-18 mesi dall'investimento.

In conclusione, il successo del rilancio di un'impresa in crisi dipende da una combinazione di fattori, tra cui il potenziale intrinseco dell'impresa, la possibilità reale di superare la crisi, il giusto timing dell'intervento, la solidità della nuova struttura finanziaria e la capacità del management insieme all'investitore di realizzare il piano³⁵.

³⁵ M&A e private capital per il rilancio delle imprese, Commissione M&A e AIFI, 2020

3.2 *Tipologie di special situations*

L'investitore esterno interviene in una situazione di crisi aziendale (turnaround financing), sostituendo coloro che non sono più in grado di portare avanti l'attività e gestendo direttamente tutte le fasi legate alla ristrutturazione e al rilancio dell'impresa. In queste operazioni, l'investitore tende a preferire l'acquisizione, almeno temporanea, di una quota di maggioranza per poter prendere decisioni cruciali per la sopravvivenza dell'azienda, come ad esempio la sostituzione del management.

Un'impresa che si trova in una special situation è caratterizzata dalla presenza di due elementi complementari: una *particular circumstance*, ovvero un insieme di fattori contingenti che influenzano la valutazione dell'azienda, e un'opportunità, che rappresenta la possibilità di agire su questa specifica causa di discontinuità per creare valore. Considerando che il mercato vede questo elemento di discontinuità come un potenziale stato di crisi o difficoltà, è possibile classificare i vari casi di special situations in una matrice bidimensionale per comprendere la natura delle cause e suggerire gli interventi necessari per superare lo stato di difficoltà.

L'asse verticale si riferisce alla dimensione strategica, che può essere analizzata qualitativamente in termini di adeguatezza del posizionamento strategico dell'impresa, ovvero il successo e l'efficacia complessiva della value proposition dell'impresa sul mercato. La seconda dimensione di indagine riguarda, invece, l'andamento della situazione economico-finanziaria, cioè il progressivo deterioramento della marginalità e della situazione patrimoniale tipico di una società in crisi.

SITUAZIONE FINANZIARIA

| | | IN DECLINO | CRITICA |
|------------------------------|--|-------------------------------|-----------------------------------|
| APPROPRIATO | | VALUE ARBITRAGE I | FINANCIAL RESTRUCTURING III |
| POSIZIONAMENTO STRATEGICO | | | |
| INADEGUATO | | TURNAROUND OPERATIVO II | BUSINESS TRANSFORMATION IV |

Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali, Claudio Sottoriva, 2012

Le situazioni speciali possono essere classificate in quattro diverse tipologie:

1. Value arbitrage: aziende in situazioni speciali nonostante un posizionamento strategico adeguato e una situazione finanziaria stabile. In questi casi, il valore viene creato durante la negoziazione, acquisendo l'azienda a un prezzo inferiore rispetto al suo valore effettivo e, successivamente, eliminando l'elemento di discontinuità che ha causato la distorsione del prezzo.
2. Turnaround operativo: imprese in difficoltà a causa di un posizionamento strategico inadeguato. Il valore viene creato ripristinando la marginalità e l'efficienza economica che caratterizzavano l'azienda quando aveva un posizionamento strategico appropriato, risolvendo principalmente i problemi operativi.
3. Financial restructuring: imprese che attraversano una crisi di natura finanziaria. In questi casi, la crisi finanziaria persistente influisce sull'operatività dell'azienda e spesso si rende necessaria anche una ristrutturazione operativa. Tuttavia, il valore viene principalmente generato tramite la negoziazione del debito, finalizzata a ridurre o rinegoziare le passività. Questo permette di utilizzare la nuova iniezione di capitale per superare la fase di stabilizzazione della crisi e

riportare gradualmente l'azienda alla normalità operativa, grazie a un buon posizionamento strategico.

4. Business transformation: aziende la cui crisi è difficilmente reversibile, poiché entrambe le dimensioni (strategica e finanziaria) sono altamente critiche. In questi casi, sono necessari interventi particolarmente radicali per rivedere completamente la value proposition, sfruttando i pochi punti di forza rimasti e implementando una ristrutturazione finanziaria complementare e fondamentale. Solitamente, l'azienda viene acquisita durante la procedura fallimentare, quando il valore di continuità operativa è ormai compromesso; l'investitore acquisisce solo gli asset strategici per ricominciare l'attività con una nuova realtà operativa, con l'obiettivo di proporre un'offerta diversa e posizionare strategicamente l'azienda in modo più appropriato.

Come illustrato, le crisi aziendali possono avere natura e caratteristiche diverse e non esiste una soluzione unica per ogni stato di crisi. Tuttavia, segmentando le special situations nelle quattro tipologie sopra descritte, è possibile codificare un insieme di best practices specifiche per ciascuna categoria, che possono portare alla soluzione del problema riconoscendo le cause e associando le risposte e gli approcci manageriali descritti.

L'intervento dei fondi di private equity dedicati a situazioni di crisi permette frequentemente: il salvataggio dell'azienda, del suo nome, della sua storia, della sua presenza e del suo valore intangibile (know-how accumulato, ecc.); la continuità della fornitura del prodotto/servizio offerto, a beneficio dei clienti; il mantenimento dell'indotto; un recupero migliore e/o più rapido dei crediti vantati da parte di banche, fornitori, erario e istituti previdenziali e la salvaguardia dei livelli occupazionali.

Si tratta principalmente di situazioni di crisi che richiedono interventi rapidi, in cui l'investitore in turnaround crea valore apportando esperienza per migliorare i progetti organizzativi, utilizzando competenze negoziali e finanziarie, riducendo tempi e costi di transazione della crisi, fornendo il capitale necessario per i piani di rilancio, rafforzando la struttura manageriale e adottando un approccio "hands-on" nelle società partecipate.

Gli investitori in imprese in "situazioni speciali" investono prevalentemente in:

- società in crisi finanziaria (financial restructuring);
- società coinvolte nel dissesto finanziario del gruppo di appartenenza;
- società con problemi economici temporanei;
- società operanti in settori temporaneamente trascurati dai mercati finanziari;
- società partecipate da fondi di private equity prossimi alla loro scadenza;
- società orfane perché non strategiche all'interno del gruppo di appartenenza;
- società con problemi legati all'azionariato (dissenso tra soci, vendite forzate, ecc.);
- società con progetti di aggregazione, ridimensionamento e outsourcing³⁶.

³⁶ Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali, Claudio Sottoriva, 2012

3.3 Il ruolo dei fondi distressed

Nel PE evidenziamo anche altri fondi come quello distressed che tende ad intervenire in una “special situation”. Come osservano gli economisti Sattin e Gervasoni, questi fondi finanziano e guidano il processo di ristrutturazione di un’impresa in perdita e/o in uno stato di stress finanziario, al fine di riportarla ad essere profittevole, finanziariamente stabile, migliorando il proprio standing creditizio, la sua reputazione sul mercato e sviluppando nuovi processi che portano alla creazione di valore e all’efficienza. Tali fondi, quindi, non si limitano al conferimento di capitali, ma includono conoscenze, capacità tecnico-organizzative ed esperienze professionali.

Una sua caratteristica peculiare è quella di guidare attivamente il processo di rilancio. I fondi di private equity tradizionali si limitano a inserire propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione, svolgendo ruoli di analisti dei KPI e super-direttori finanziari. Al contrario, chi si occupa della ristrutturazione di un'azienda deve prendere in mano anche la gestione operativa, gestendo la tesoreria e rinegoziando le linee di credito. Questo perché mentre il private equity tradizionale non considera l'eventualità del fallimento della prossima partecipata, chi si occupa di turnaround, invece, si preoccupa di questo eventuale rischio, poiché l’azienda target opera spesso al limite della sopravvivenza. Di conseguenza, i fondi di turnaround si dotano di esperti con competenze manageriali e giuridico-fallimentari significative e una straordinaria leadership che deve innanzitutto convincere gli stakeholder chiave che l’intervento del fondo rappresenta la migliore soluzione per il risanamento dell’impresa, soprattutto rispetto a una riorganizzazione condotta direttamente dall’imprenditore.

Uno degli aspetti su cui l’investitore esterno deve prestare maggiore attenzione è la rapidità nel prevenire l’insolvenza, riducendo così il debito.

Pertanto, il fondo implementa rapidamente un piano di management e governance efficiente e ben strutturato, volto a dare nuova linfa all’azienda, un miglior supporto e collaborazione del personale aziendale.

Un altro aspetto caratteristico è la necessità di ridurre il debito dell’impresa partecipata, il che richiede al fondo di private equity di investire senza ricorrere a ulteriore leva finanziaria.

Infine, un investitore in turnaround deve essere pronto a operare in un contesto particolarmente incerto e ad avere a che fare anche con un sistema di contabilità deteriorato: l'asimmetria informativa che ne deriva può rendere i processi di due diligence lunghi e complessi, spesso impossibili da completare nel breve periodo disponibile, prima che la crisi diventi irreversibile.

Le aziende target per un investimento di turnaround si trovano spesso in condizioni critiche, con problematiche significative in termini di capacità di generare reddito, stabilità patrimoniale e finanziaria, livello di indebitamento deteriorato e rapporti con i fornitori. Un'azienda è considerata in crisi quando non dispone delle risorse finanziarie necessarie per soddisfare le proprie obbligazioni; se questa condizione diventa irreversibile, l'azienda si trova in stato di insolvenza. In assenza di ristrutturazione o interventi di turnaround, questo scenario può portare alla dichiarazione di insolvenza dell'azienda, culminando nella liquidazione o nel fallimento.

Sebbene ogni situazione di crisi sia unica, le aziende che diventano oggetto di investimenti di turnaround tendono a presentare le seguenti caratteristiche comuni:

1. **Eccesso di indebitamento:** l'azienda ha contratto debiti superiori alla sua capacità di generare redditività e flussi di cassa, spesso per investimenti in ammodernamento tecnologico, aumento della capacità produttiva, acquisizioni, diversificazioni in altri settori, o riassetto societario. Questa situazione può non essere patologica di per sé, ma lo diventa rapidamente se gli investimenti non sono proporzionati alle performance aziendali. L'eccesso di indebitamento è relativo alla redditività e alla capacità di generare cassa (ad esempio, rapporto tra indebitamento netto ed EBITDA) e può non coincidere con le definizioni bancarie di credito deteriorato.
2. **Bassa Redditività:** l'azienda mostra una redditività inferiore rispetto ai concorrenti o addirittura negativa. Questo deterioramento può essere causato da inefficienze produttive, errori di posizionamento o pricing, incapacità di seguire i mercati in termini di gamma di offerta, tecnologia, servizi, ecc.

3. Squilibrio Patrimoniale: l'azienda è sottocapitalizzata rispetto alle dimensioni del fatturato, del debito e del circolante. Questo squilibrio spesso si combina con altri fattori critici e si osserva frequentemente in aziende che devono affrontare, o non hanno affrontato efficacemente, il tema della successione.
4. Management: spesso le aziende in difficoltà presentano un management inadeguato a gestire la crisi. Questo crea un circolo vizioso in quanto i manager più competenti lasciano l'azienda in crisi, rendendo ancora più difficile trovare nuovi manager disposti ad affrontare la sfida.
5. Mix di Fattori: di solito, le aziende in crisi mostrano una combinazione dei problemi sopra descritti. Ad esempio, una redditività insufficiente genera flussi di cassa inadeguati che, insieme a una gestione inefficiente del capitale circolante, aumentano il fabbisogno di liquidità e di conseguenza l'indebitamento. Questi fattori si sovrappongono spesso, complicando l'analisi del potenziale investimento. Per valutare se un'azienda con queste caratteristiche possa essere un buon target per un fondo di turnaround, è fondamentale comprendere le cause della crisi. L'investitore deve determinare, già nelle prime fasi dell'analisi, se queste situazioni critiche siano effettivamente reversibili attraverso il giusto mix di nuova finanza, ristrutturazione del debito e miglioramento del management.

Queste caratteristiche delineano un quadro di situazioni di crisi variegata e complessa, che richiedono interventi mirati e strategici per poter essere risolte attraverso operazioni di turnaround. Oltre alla natura e alle cause della crisi, ciò che rende un'azienda interessante per tali fondi includono: un ottimo posizionamento competitivo, la percezione di un forte marchio, una tecnologia all'avanguardia e lo sviluppo del settore di appartenenza.

Questi elementi distintivi appena citati aiutano a identificare il potenziale di rilancio di un'azienda e la rendono una target interessante su cui investire³⁷.

³⁷ M&A e private capital per il rilancio delle imprese, Commissione M&A e AIFI, 2020

Il fondo di turnaround, sin da prima di approvare l'operazione, svolge un ruolo cruciale come mediatore con i creditori. Principalmente, si occupa di rinegoziare il debito con le banche e altri creditori finanziari (factoring, leasing, obbligazionisti...), attraverso varie misure:

- a. Parziale rinuncia al credito, una soluzione costosa per le banche ma a volte necessaria per stabilizzare la situazione o permettere l'ingresso del fondo di private equity. Le banche possono accettare questa soluzione se ritengono che il piano consenta il recupero del credito restante e comprendono che in caso di fallimento il ritorno sarebbe inferiore.
- b. Rinuncia a una parte degli interessi per ridurre l'impatto sul capitale, preservando il reddito e il patrimonio dell'azienda durante il rilancio.
- c. Posticipo delle scadenze con una proroga temporanea dei rimborsi, che può variare da tre a otto anni e la possibilità di rateizzare in base alla capacità dell'azienda riorganizzata di generare flussi di cassa. L'azienda debitrice potrebbe dover fornire garanzie specifiche o cedere l'uso di determinati beni agli altri creditori. In alcuni casi, si prevede un piano di ritorno che offre ai creditori la possibilità di partecipare a eventuali eccedenze di cash flow.
- d. Postergazione dell'ordine di rimborso, riconoscendo a determinati creditori una priorità maggiore rispetto ad altri.
- e. Datio in solutum, cioè la cessione della proprietà di un asset in cambio del rimborso del capitale dovuto.
- f. Scambio di vecchie obbligazioni con nuovi titoli o contratti per stabilire termini meno onerosi o introdurre covenant più rigidi rispetto ai contratti bancari tradizionali.

- g. Emissione di warrant o obbligazioni convertibili a favore dei creditori che rinunciano a una parte del capitale o degli interessi. Questi strumenti riducono i costi degli interessi e conferiscono ai creditori la possibilità di partecipare alla rivalutazione dell'azienda.

- h. Debt/equity swap che prevede, con l'approvazione del piano di ristrutturazione, la conversione di parte del debito in quote di capitale della società in crisi, allineando meglio gli interessi dei creditori con quelli del fondo.

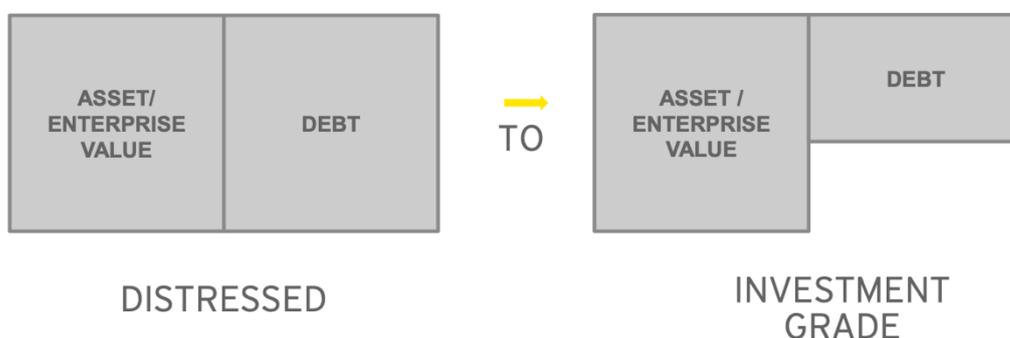
Oltre a questi strumenti, l'innovazione finanziaria ha ampliato le opzioni disponibili per le aziende in crisi e i fondi di turnaround, come i puttable convertible bond, gli extendible convertible bond e i convertible bond with knockout warrants.

Per quanto riguarda i debiti commerciali, l'approccio è diverso. I fornitori, come prima misura di difesa, interrompono le forniture e propongono un piano di rientro per recuperare le esposizioni. È importante distinguere i fornitori in base alle loro dimensioni e alla criticità delle forniture, proponendo soluzioni differenziate. Si potrebbe proporre una riduzione delle vecchie pendenze debitorie in cambio della garanzia di pagamento delle forniture future, oppure definire un piano di rientro chiedendo contemporaneamente credito per le forniture successive. La scelta dovrà considerare anche la sopravvivenza del fornitore, che può essere critica per le piccole imprese con esposizioni rilevanti verso il cliente in difficoltà³⁸.

³⁸ Il private equity nei progetti di turnaround, Gianluca Esposito, Guidalberto Gagliardi

3.4 Valutazione delle aziende distressed

Un Distressed Asset è un'azienda o uno o più beni immobili il cui debito, specialmente di natura bancaria, non è proporzionato al valore o ai flussi di cassa generati da tali beni. Esso diventa interessante quando, dopo aver ridotto il debito associato, riesce a generare flussi di cassa o a esprimere un valore in linea con il livello di debito residuo.



Per recuperare un distressed asset bisogna capire se vi sono le condizioni necessarie:

- Capacità di ridurre il debito associato all'asset fino a un livello sostenibile e allineato al suo valore.
- Disponibilità di investitori/operatori capaci di comprendere le potenzialità dell'asset e disposti a investire.
- Capacità di valorizzare l'asset tramite adeguate strategie di sviluppo (per gli immobili) o di gestione (per le aziende)³⁹.

In questi contesti, la questione della valutazione economica del capitale è cruciale per diverse decisioni, tra cui: la scelta tra continuare l'attività o procedere alla liquidazione; la selezione tra diversi piani di ristrutturazione (con o senza cambio di controllo); la negoziazione e la condivisione del piano di ristrutturazione tra i vari attori coinvolti come management, amministratori, azionisti e creditori.

³⁹ Il mercato del distressed asset, Alberto Mazzoleni, 2019

Le difficoltà valutative in questi casi possono riguardare: come quantificare il valore di continuità delle attività aziendali basato su prospettive strategiche e operative future; la stima del valore di liquidazione, che è influenzata da grandi incertezze; la necessità di valutare il valore per creditori e azionisti, tenendo conto del ruolo cruciale dei nuovi finanziatori per la continuità aziendale⁴⁰.

Prima di analizzare nel dettaglio questi aspetti, è necessario presentare una panoramica delle principali metodologie di valutazione utilizzate in ambito finanziario e raggruppate in cinque categorie di metodi (patrimoniale, reddituale, misto patrimoniale-reddituale, finanziario e dei multipli). Queste metodologie permettono di avere una visione chiara delle modalità con cui verrà stimato il valore di un'azienda che rappresenta il punto di partenza per definire il "prezzo". Pertanto, si distinguono in:

1. Metodo Patrimoniale

Questo metodo stabilisce che il valore dell'impresa sia la somma algebrica delle sue attività e passività, integrata dai potenziali vantaggi fiscali derivanti dalle plusvalenze latenti e dai potenziali svantaggi fiscali derivanti dalle minusvalenze latenti. In questa valutazione, si procede innanzitutto all'identificazione complessiva delle attività e passività dell'impresa, per poi determinarne il valore economico effettivo (che può differire dal valore contabile, rivelando eventuali plusvalenze o minusvalenze). Successivamente, si stimano gli oneri e i benefici fiscali associati a queste plusvalenze e minusvalenze latenti, per arrivare infine alla quantificazione del valore patrimoniale dell'impresa. Il metodo patrimoniale è utilizzato principalmente per valutare holding, aziende che hanno come obiettivo principale la proprietà di beni, spesso immobili o partecipazioni. Tuttavia, è anche applicato per valutare imprese industriali con un attivo significativo composto da immobilizzazioni materiali e immateriali, eventualmente confrontando i risultati con altre metodologie.

⁴⁰ Valutazione delle imprese in crisi finanziaria, Buttignon, F., 2019

2. Metodo Reddittuale

Il metodo reddituale valuta i flussi di reddito attesi per un'attività specifica, attualizzati a un tasso che riflette accuratamente il grado di incertezza legato all'ottenimento di tali flussi. Questo metodo può essere applicato in due varianti:

- Asset side: il reddito considerato è il NOPAT, ossia il reddito operativo netto delle imposte (escludendo quindi la componente finanziaria).
- Equity side: si prende in considerazione il reddito netto. Questo metodo è utilizzato per valutare aziende che hanno raggiunto un equilibrio sostanziale e per le quali, nel prossimo futuro, non sono previsti investimenti significativi.

3. Metodo Finanziario

Il DCF (Discounted Cash Flows) quantifica il valore dell'azienda come flusso di cassa atteso, considerando gli investimenti necessari per sostenere la crescita futura. Questa metodologia si basa sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri superiori alle esigenze di rimborso dei debiti esistenti al momento della valutazione. In sostanza, il valore del capitale economico aziendale è determinato dal valore attuale dei flussi finanziari futuri, al netto delle passività esistenti. L'applicazione del metodo DCF richiede quindi di:

- a) elaborare una previsione dettagliata dei risultati aziendali futuri;
- b) identificare il tasso di attualizzazione appropriato per convertire i flussi di cassa previsti in valori economici riferiti alla data della valutazione.

$$DCF = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n}$$

FCF_t = Free Cash Flow rappresentano l'ammontare di cassa che rimane dopo aver coperto gli investimenti essenziali prodotti dall'azienda nell'anno t

r = Tasso di attualizzazione, indica il costo del capitale dell'azienda.

n = Ultimo anno previsto dei flussi di cassa futuri.

TV_n = Terminal Value, indica il valore dell'azienda alla fine del periodo di previsione valutato in un singolo momento.

Richiede un'analisi approfondita e accurata della realtà aziendale, comprendendo il contesto commerciale, tecnologico, normativo, ecc., in cui opera l'azienda. L'obiettivo del valutatore è proiettare con la massima affidabilità possibile variabili come tassi di crescita del fatturato, margini di redditività, impegni per investimenti in capitale fisso e circolante, aliquote d'imposta, ecc.⁴¹

Questo metodo è prevalentemente utilizzato quando l'impresa è in fase di evoluzione o involuzione, dove i flussi attesi futuri dipendono dall'entità degli investimenti effettuati e dall'evoluzione del mercato di riferimento. La variante asset side è preferita per le imprese che gestiscono una pluralità di attività o detengono beni non strumentali, in quanto permette di distinguere i flussi di cassa associati alle diverse attività.

4. Metodo misto patrimoniale-reddituale

Secondo questo metodo, il valore dell'impresa è determinato dalla somma di:

- Il valore patrimoniale stimato utilizzando il metodo patrimoniale, rettificato per eventuali plusvalenze e minusvalenze.
- Il valore attuale dei sovraredditi o sottoredditi attesi.

I sovraredditi e i sottoredditi si calcolano confrontando il reddito netto atteso con il reddito netto che rappresenta il rendimento adeguato delle risorse investite nell'impresa. Questo metodo, ampiamente utilizzato nella pratica valutativa, è scelto perché consente di evidenziare la capacità dell'impresa di generare valore attraverso l'uso delle risorse disponibili. Infatti, considera sia i valori patrimoniali sia la redditività dell'attività svolta.

5. Metodo dei multipli

Quest'ultimo permette di stimare il valore di un'impresa basandosi sui prezzi di mercato di aziende comparabili. In particolare, i multipli rappresentano un rapporto tra:

- Un prezzo osservato sul mercato (al numeratore).

⁴¹ La valutazione dell'azienda, Daniele Balducci, 2006

- Una specifica misura aziendale (al denominatore), che solitamente è una misura di performance economica (come EBITDA, EBIT, utile, ricavi) o una misura patrimoniale (come patrimonio netto, capitale investito netto).

I multipli più utilizzati in ambito finanziario sono:

- *Price to earnings* = confronta il prezzo delle azioni con l'utile per azioni di una società
- *Enterprise Value to EBITDA* = confronta il valore totale di un'azienda con l'EBITDA
- *Price to Book Value* = confronta le azioni di una società con il valore contabile, permettendo di determinare se il valore dell'azienda target è sovrastimato o sottovalutato rispetto al suo valore contabile.
- *Dividend Yield* = confronta il dividendo annuo per azione con il prezzo di mercato e viene impiegato per valutare il rendimento del dividendo rispetto al prezzo delle sue azioni.
- *Enterprise Value to Sales* = confronta il valore totale dell'azienda con le vendite annuali di una società.

Per costruire il multiplo, è fondamentale identificare un gruppo di imprese comparabili per attività svolta, dimensioni, modello di business e livello di indebitamento rispetto all'impresa target. A causa delle sfide legate alla selezione di imprese comparabili e alla determinazione dei moltiplicatori, questo metodo potrebbe presentare diverse difficoltà e dovrebbe essere utilizzato solo con una base informativa ben approfondita.

Una volta determinato il valore dell'impresa, utilizzando vari metodi di valutazione e confrontandone i risultati anche calcolando una media tra essi, si può procedere alla determinazione e negoziazione del prezzo per la vendita o utilizzare il valore come riferimento per le operazioni inizialmente menzionate, con le relative considerazioni e negoziazioni⁴².

⁴² Come calcolare il valore di un'azienda: 5 metodi a confronto, Matteo Tambalo, 2019

La valutazione del valore aziendale, nel contesto in cui la risoluzione della crisi implica la necessità di effettuare interventi significativi sia sulle strategie operative che sulla struttura finanziaria dell'azienda, si basa essenzialmente sui flussi di cassa attesi dalla gestione aziendale, considerando un piano di ristrutturazione che serve come fondamento per trattative e accordi volti a mantenere o ripristinare la continuità aziendale tra i vari investitori coinvolti. Tuttavia, i flussi di piano non possono essere trattati come valori deterministici, ma devono essere analizzati in modo probabilistico o attraverso simulazioni, evidenziando chiaramente il profilo di rischio associato. Questo rischio sarà maggiore in presenza di una fase avanzata di declino aziendale e quando sono necessarie azioni significative di cambiamento per gestirlo, al fine di raggiungere una nuova o rinnovata stabilità aziendale⁴³.

⁴³ Valutazione delle imprese in crisi finanziaria, Buttignon, F., 2019

QUARTO CAPITOLO

L'IMPATTO DEL PRIVATE EQUITY SULLE AZIENDE ITALIANE

4.1 L'evoluzione del Private Equity in Italia

AIFI, l'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, è stata fondata nel maggio del 1986 in Italia ed è riconosciuta a livello internazionale per la sua attività di rappresentanza istituzionale e di promozione nel private equity, venture capital e private debt. Questa riunisce varie istituzioni finanziarie, investitori istituzionali e professionisti, che in modo continuativo e professionale, investono in imprese non quotate, partecipando attivamente al loro sviluppo e fornendo anche strumenti di debito flessibili e adattabili alle esigenze delle singole aziende. È un importante punto di riferimento per le principali analisi e ricerche sugli investimenti alternativi, partecipando attivamente sia al processo legislativo che a quello istituzionale, con autorità competenti a livello nazionale e internazionale per creare un contesto favorevole alle operazioni di private capital. L'Associazione realizza analisi periodiche sul mercato del private capital, raccogliendo statistiche su raccolta fondi, investimenti, disinvestimenti e performance del settore, interessandosi anche delle relazioni tra domanda e offerta di capitali per le imprese non quotate, tenendo così sempre d'occhio lo sviluppo stesso del mercato⁴⁴.

Secondo le rilevazioni di KPMG, tra il 1988 e il primo semestre del 2010 in Italia sono state completate 12.402 operazioni di M&A, con un valore totale di 1.256 miliardi di euro. L'andamento del mercato M&A italiano è stato influenzato da vari fattori, tra cui i cicli economici nazionali e internazionali, l'apertura e l'integrazione dell'economia, lo sviluppo dei principali attori coinvolti come aziende, imprenditori, banche e consulenti.

⁴⁴ <https://www.aifi.it/it/chi-siamo>

Periodi di Evoluzione del Mercato M&A Italiano:

- 1988 - 1998:

Caratterizzato dall'inizio dalle privatizzazioni e dal crescente sviluppo del middle market, con i primi fondi di private equity che iniziano a operare.

Dopo una forte crescita alla fine degli anni '80, il mercato subisce una contrazione a causa della crisi valutaria e dell'instabilità politica. Dal 1993, il mercato riprende grazie alle privatizzazioni di grandi aziende come ENI, Enel, Credito Italiano e alla svalutazione della lira che favorisce le acquisizioni straniere in Italia.

- 1999 - 2010:

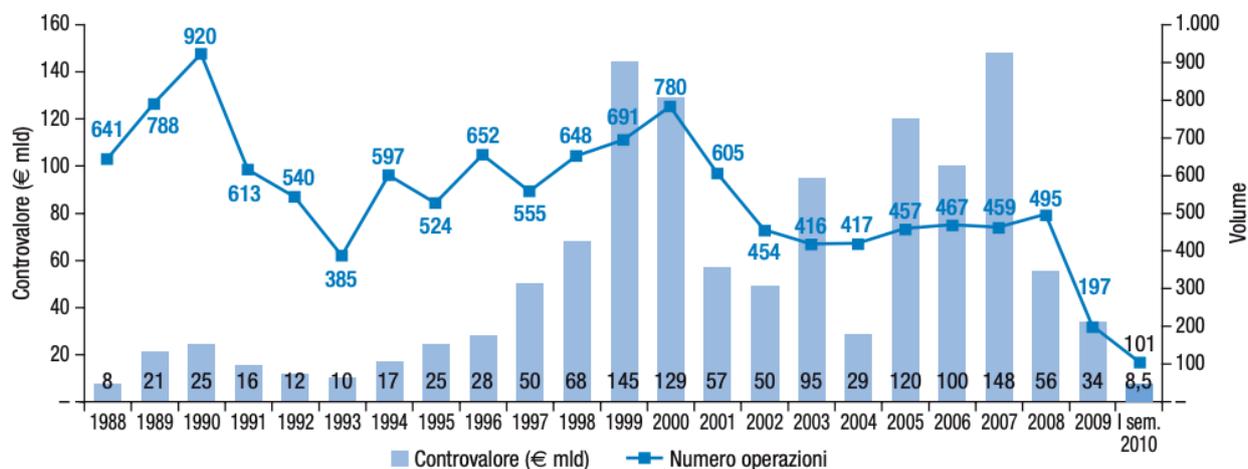
Con l'ingresso dell'Italia nell'Eurozona, la stabilità economica migliora, favorendo l'internazionalizzazione e l'afflusso di capitali stranieri.

Nei primi anni 2000, il mercato è influenzato da eventi globali come la bolla della New Economy e la crisi post 11 settembre, che causano una diminuzione delle fusioni e acquisizioni fino al 2004.

Nel periodo 2005-2007, il mercato mostra un trend positivo grazie alla rinnovata fiducia delle imprese e al miglioramento delle condizioni economiche. Le aziende italiane, per affrontare le nuove sfide competitive globali, riprendono a investire all'estero, realizzando circa 300 acquisizioni internazionali in quattro anni. La disponibilità di liquidità, sostenuta da bassi tassi di interesse, favorisce l'ascesa dei fondi di private equity, che diventano dominanti nel mercato M&A nazionale.

Dal 2008 al primo semestre del 2010, l'andamento del mercato M&A rispecchia pienamente la grande recessione. Le operazioni cross-border sono crollate e le aziende si sono concentrate principalmente su operazioni nazionali. La crisi dei mutui subprime e il conseguente credit crunch rallentano l'attività M&A anche in Italia. La nuova finanza viene utilizzata principalmente per ristrutturare i debiti aziendali piuttosto che per sostenere progetti di crescita tramite acquisizioni. Nei primi sei mesi del 2010, vengono concluse solo 101 operazioni per un valore totale di 8,5 miliardi di euro, a testimonianza dell'intensità della crisi⁴⁵.

⁴⁵ Le principali dinamiche del mercato M&A negli ultimi vent'anni, KPMG



Fonte: KPMG Corporate Finance

Esaminando i controvalori totali annui del mercato M&A italiano, si può facilmente notare una crescita significativa a partire dalla fine degli anni '90, nonostante il numero di operazioni sia rimasto sostanzialmente stabile. Questo incremento mercato è stato alimentato dalle politiche economiche dell'Unione Europea, che in quegli anni hanno imposto all'Italia rigide misure di bilancio pubblico.

Questi interventi mostrano come il mercato M&A italiano sia stato influenzato da vari fattori economici, politici e finanziari nel corso degli anni, con periodi di crescita e contrazione che riflettono l'evoluzione dell'economia globale e nazionale.

Le eccellenze del mercato italiano hanno attratto numerosi operatori stranieri.

Tra il 2010 e il 2016, ben 101 investitori internazionali hanno operato in Italia, realizzando 182 investimenti. Questo trend in crescita è stato evidenziato dall'aumento delle operazioni, passate dalle 15 del 2010 alle 41 del 2016, con un incremento complessivo del 20%.

La provenienza geografica degli investitori tra il 2010 e il 2016 è così distribuita:

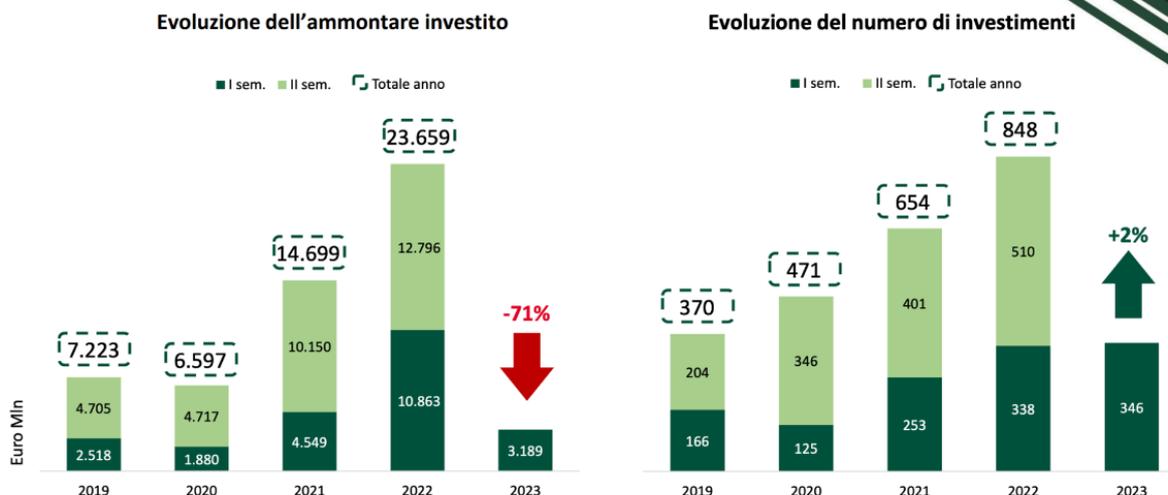
- 32% dagli Stati Uniti
- 28% dalla Germania

- 18% dalla Francia

Negli ultimi anni, anche gli investitori cinesi hanno mostrato grande interesse per l'Italia. Difatti, l'esperienza e le competenze delle aziende italiane nel settore produttivo sono state particolarmente valorizzate dagli investitori esteri. Tra il 2010 e il 2016, il settore dei beni e servizi industriali ha ricevuto il maggior numero di investimenti, con 39 operazioni, seguiti dal settore manifatturiero della moda con 30 operazioni, dall'ICT con 19 operazioni e dal settore medicale con 17 operazioni. Questi ultimi due settori hanno visto una crescita significativa, rappresentando i principali settori nel 2016; altre operazioni hanno riguardato il settore dei beni e servizi di consumo; mentre quello finanziario e assicurativo, energia e ambiente, manifatturiero-ambientale e retail hanno attirato un numero minore di operazioni durante il decennio analizzato da AIFI (2017)⁴⁶. La crescita delle attività nel 2021 e 2022 è stata impressionante, ma nel 2022, gli alti tassi di interesse, l'aumento dei prezzi delle materie prime e l'instabilità geopolitica hanno frenato l'attività di M&A e dei fondi di private equity, e, ciò nonostante, il volume degli investimenti è rimasto nell'ordine di diversi miliardi di euro ogni anno. Il 2022 è stato l'anno migliore di sempre per gli investimenti in private equity, venture capital e infrastrutture, con 23,6 miliardi di euro, un aumento del 61% rispetto al precedente record di 14,7 miliardi del 2021.

⁴⁶ Lo stato del private equity in Italia, Casaleggio Associati, 2018

L'evoluzione dell'attività di investimento



Fonte: Aifi, PwC.

Negli ultimi tre anni, il private equity ha raccolto oltre 15 miliardi di euro, coinvolgendo più di 1.500 aziende, dati che emergono dal convegno annuale di Aifi.

Secondo le informazioni presentate, in Italia il tasso di risparmio rispetto al reddito lordo disponibile è del 9,8%, con un risparmio medio per famiglia di circa 176.000 euro. Tuttavia, la ricchezza italiana è principalmente investita in immobili e titoli pubblici, mentre una quota minore è destinata al supporto di imprese non di proprietà.

Innocenzo Cipolletta, presidente di Aifi, ha dichiarato: "Per questo motivo, è essenziale il contributo di casse, fondi, assicurazioni e investitori istituzionali per canalizzare questi risparmi a sostegno delle attività imprenditoriali italiane. Il nostro è un paese ricco di famiglie imprenditoriali, dove c'è ampio spazio per il private banking di investire in private capital per sostenere progetti di crescita e internazionalizzazione."

Nel 2023, nel settore del private equity, si è registrato un calo sia nella raccolta fondi, scesa a 3,8 miliardi di euro rispetto ai 5,9 miliardi del 2022, sia negli investimenti, diminuiti da 23,7 miliardi di euro a 8,2 miliardi. Tuttavia, il segmento del mid market, con operazioni di equity inferiori ai 150 milioni di euro, ha mantenuto un buon livello, raggiungendo i 5,2 miliardi di euro, il secondo valore più alto di sempre. La direttrice

generale di AIFI, Anna Gervasoni ha dichiarato: "Il mid market nel 2023 ha dimostrato di essere il focus principale degli operatori e nell'ultimo triennio sono state oltre 1.500 le società oggetto di investimento per un ammontare di circa 16 miliardi. Tuttavia, è necessario aumentare la raccolta fondi durante il fundraising per poter incrementare le iniziative di investimento".

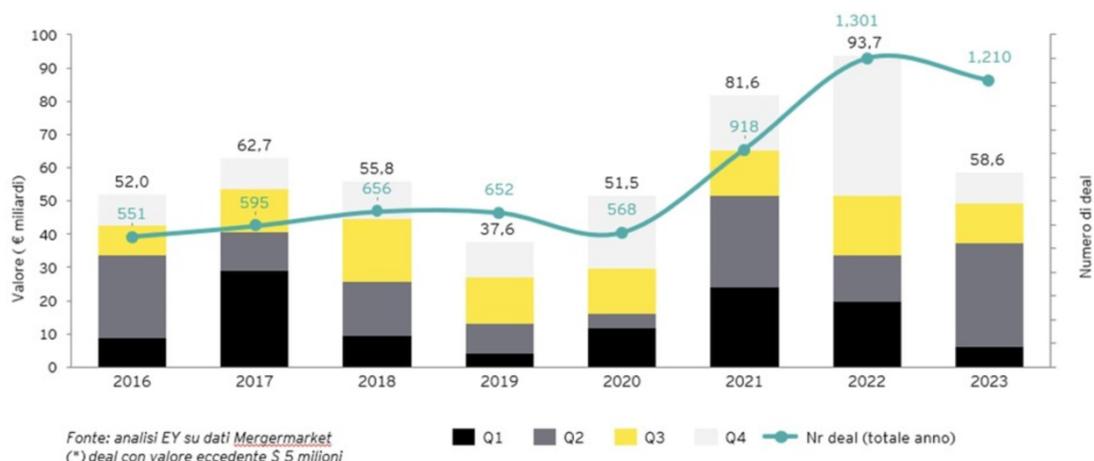
"Nei primi tre mesi dell'anno, sono state registrate operazioni per circa 14,6 miliardi di euro, di cui circa 8 miliardi relative a operazioni di private equity. Siamo quindi ottimisti, nonostante la flessione dei volumi⁴⁷."

Il ruolo del private equity nel mercato M&A rimane significativo in Italia. Secondo gli analisti di EY, rappresenta circa il 40% del numero totale di operazioni nel 2023, con un valore di 38,5 miliardi di euro su un totale di 58,6 miliardi, sebbene rispetto al 2022, ci sia stato un calo (da 65,4 miliardi su un totale di 93,7 miliardi), a causa di una minore attività di M&A a livello internazionale. In realtà, il valore effettivo è ancora più alto, poiché non sempre viene comunicato il valore delle operazioni. La crescita dello scorso anno è stata trainata principalmente dagli add-on, ovvero le acquisizioni effettuate dalle aziende già in portafoglio ai fondi. Questo tipo di attività continuerà ad essere una strategia di crescita fondamentale per la maggior parte degli operatori nei prossimi anni, specialmente in Italia, dove molti settori sono caratterizzati dalla presenza di numerose piccole aziende, offrendo ampie opportunità per politiche di aggregazione e crescita⁴⁸.

⁴⁷ <https://www.assinews.it/04/2024/aifi-il-private-equity-italiano-ha-raccolto-15-mld-negli-ultimi-3-anni/660110518/>

⁴⁸ <https://bebeez.it/insight-views/private-equity-motore-dellma-ben-385-mld-euro-di-deal-su-un-totale-di-586-mld-e-avvenuto-a-opera-di-fondi-e-player-finanziari-nel-2023/>

Trend M&A in Italia (2016 - 2023)*



In ogni caso bisogna comunque evidenziare che nel 2023, c'è stato un forte calo degli investimenti pari al 66% scesi a meno di 8,2 miliardi di euro, e anche una raccolta di capitali in calo del 36%, sotto i 3,8 miliardi di euro. Da tutto ciò si desume che il mercato italiano, pur nella sua forte espansione e crescita, resta ancora indietro rispetto ai principali paesi europei, rappresentando solo il 9,14% degli oltre 1.160 miliardi di euro investiti in Europa negli ultimi 15 anni.

Il turnaround investing invece è ancora poco diffuso in Italia, con un numero limitato di gestori specializzati. Come riportato da Milano Finanza, negli ultimi dieci anni non si sono mai registrati più di dieci investimenti annuali, per un valore complessivo leggermente superiore a 1,1 miliardi di euro. La principale causa di questa situazione è la grande difficoltà che i fondi incontrano nella raccolta di capitali.

CONCLUSIONE

Il mio lavoro, fin qui svolto, è stato nel focalizzare principalmente l'attenzione sui fondi distressed che, come abbiamo sostenuto in questi capitoli, acquisiscono aziende in difficoltà allo scopo di risanarle, ristrutturarle e a volte rivenderle sul mercato.

In Italia, queste operazioni sono meno richieste e applicabili, contrariamente a ciò che accade in America.

I motivi sono vari ed alcuni si possono riscontrare, ad esempio, nelle procedure di insolvenza e fallimento che sono molto più lente, rispetto a quelle statunitensi, in quanto dinamiche e veloci. Tutto questo, di conseguenza, allontana da noi dei possibili investitori attratti da quelle aziende in difficoltà.

Negli Stati Uniti vige il Chapter 11, che è una procedura legale attraverso cui un'azienda in difficoltà può evitare la liquidazione delle proprie attività, impedendo ai creditori di agire contro di esse; in cambio, l'azienda deve intraprendere una ristrutturazione entro tre mesi, salvo proroghe concesse dal giudice. Le operazioni aziendali, in questo periodo, sono tutelate senza limiti di tempo e la domanda di protezione può essere inoltrata sia dall'azienda debitrice sia dai creditori, anche se non ci sono insolvenze. Durante la procedura, l'azienda può continuare a operare sotto la supervisione del giudice e i creditori, intanto, possono chiedere modifiche nella gestione aziendale. L'azienda, contemporaneamente, deve elaborare un piano per ridurre l'indebitamento, con l'assistenza dei comitati nominati dal giudice, mentre la riorganizzazione deve essere approvata dalle maggioranze previste delle classi di creditori. Tuttavia, il tribunale può approvare il piano anche senza il consenso dei creditori, se lo ritiene equo. In caso di frode, disonestà o incompetenza grave, il giudice può designare un curatore per gestire l'azienda. Ogni decisione, inclusa la vendita di beni, la gestione di contratti di noleggio, la richiesta di nuovi prestiti e l'espansione o chiusura di operazioni commerciali, richiede l'approvazione dello stesso, come anche la stipula di contratti con fornitori e sindacati è sotto controllo del tribunale.

Il Chapter 11 non segue la regola dell'assoluta priorità che impone il rimborso dei creditori garantiti prima di tutti gli altri⁴⁹.

⁴⁹ <https://borsaefinanza.it/chapter-11-come-funziona-la-norma-della-legge-fallimentare-usa/>

Un'altra motivazione è che le aziende, nel nostro Stato, sono di proprietà familiare o PMI e questo offre meno opportunità ai fondi distressed di poter acquisire e risanare le imprese in crisi. In Italia vi è una maggiore resistenza a dichiarare il fallimento e a consentire l'intervento di questi strumenti di investimento che sono spesso visti in modo negativo. Negli Stati Uniti, invece, il fallimento di un'azienda, quando accade, è considerato parte del suo ciclo di vita economico-finanziario e la presenza di investitori specializzati in questa fase, viene accolta positivamente, poiché dà nuova credibilità e valore alla stessa.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- https://www.impresaprogetto.it/sites/impresaprogetto.it/files/articles/1-10_saggio_ferrando.pdf
- Alberto Dell'Atti, La gestione delle crisi aziendali: cause, strategie e piani di risanamento, 2023.
- Prof. P. Carbone, Appunti Crisi d'impresa e piani di risanamento, 2023.
- Giovanna Mariani, Dalla crisi alla creazione del valore: il processo di Turnaround; con il contributo di Michele Pallottini; Pisa University Press srl; Edizione 2012.
- <https://www.dirittofallimentaresocieta.it/indicatori-della-crisi-di-impresa>
- <https://www.diritto.it/i-concetti-di-crisi-e-di-insolvenza/#:~:text=Ripetiamo%20ancora%20una%20volta%20che,della%20gestione%20tipica%20del%20business.>
- <https://www.ig.com/it/strategie-di-trading/agenzie-di-rating--tutto-quello-che-c-e-da-sapere>
200320#:~:text=Le%20agenzie%20di%20rating%20sono,e%20alle%20collatera
lised%20debt%20obligation.
- <https://www.affaridiborsa.com/articoli/130-z-score-5-indici-per-stabilire-se-la-societa-e-a-rischio-di-fallimento.html>
- <https://www.economiareale.club/blog/storia-private-equity>
- <https://www.forbes.com/advisor/it/investire/private-equity-cosa-e-come-funziona/>
- <https://www.morningstar.it/it/news/199647/labc-del-private-equity.aspx>
- <https://agicap.com/it/articolo/cosa-e-il-private-equity/>
- <https://www.bgt-grantthornton.it/tophic-newsletter/febbraio-2023/il-ruolo-strategico-del-fondo-di-turnaround/>
- Antonio Meles, Private equity e sviluppo dell'impresa, 2013.
- EVCA, Governing Principle, 2003.
- <http://www.ecofinpress.it/finord/il-capitale-di-rischio-private-equity-e-venture-capital/>

- <https://www.digital4pro.com/2023/05/21/il-management-buy-in/#:~:text=Management%20Buy-Out%20e%20Management%20Buy-In&text=Nel%20ca>
- <https://www.digital4pro.com/2021/12/01/il-management-buyout-mbo/>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/leveraged-buyout-lbo/>
- <http://www.ecofinpress.it/finord/il-capitale-di-rischio-private-equity-e-venture-capital/>
- Crisi e declino dell'impresa, Claudio Sottoriva, 2012
- Olga Cucaro; Crisi d'impresa, Turnaround e Risanamento; 2017
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/turnaround-215.htm>
- M&A e private capital per il rilancio delle imprese, Commissione M&A e AIFI, 2020
- Il private equity nei progetti di turnaround, Gianluca Esposito, Guidalberto Gagliardi
- Il mercato del distressed asset, Alberto Mazzoleni, 2019
- Valutazione delle imprese in crisi finanziaria, Buttignon, F., 2019
- La valutazione dell'azienda, Daniele Balducci, 2006
- Come calcolare il valore di un'azienda: 5 metodi a confronto, Matteo Tambalo, 2019
- <https://www.aifi.it/it/chi-siamo>
- Le principali dinamiche del mercato M&A negli ultimi vent'anni, KPMG
- Lo stato del private equity in Italia, Casaleggio Associati, 2018
- <https://www.assinews.it/04/2024/aifi-il-private-equity-italiano-ha-raccolto-15-mld-negli-ultimi-3-anni/660110518/>
- <https://bebeez.it/insight-views/private-equity-motore-dellma-ben-385-mld-euro-di-deal-su-un-totale-di-586-mld-e-avvenuto-a-opera-di-fondi-e-player-finanziari-nel-2023/>
- <https://borsaefinanza.it/chapter-11-come-funziona-la-norma-della-legge-fallimentare-usa/>

RINGRAZIAMENTI

Ringrazio mia madre e mio padre per tutti i sacrifici che hanno fatto per me in questi anni, grazie al loro supporto sono riuscito a realizzare anche questo traguardo. Ricordo tutte le volte in cui mi avete incoraggiato nei momenti difficili e non avete mai smesso di credere in me. Questo successo lo dedico a voi, spero di continuare a rendervi fieri di me anche in futuro.

Ringrazio i miei nonni, con il vostro sostegno a distanza e la vostra gioia ad ogni mio esame superato, mi avete dato una grandissima forza per andare avanti in questo percorso. Siete stati fondamentali.

Ringrazio mio nonno che dall'alto veglia quotidianamente su di me, sia in quest'ultimo percorso universitario che in quelli precedenti ho sentito sempre la tua presenza, so che saresti stato felicissimo ed orgoglioso di me oggi come sempre, ti voglio bene.

Ringrazio i miei amici per essermi stati vicini in ogni momento, condividendo gioie e difficoltà, sia durante il mio percorso universitario che nella vita di tutti i giorni.

Infine, voglio ringraziare me stesso per non aver mai mollato, passo dopo passo, fino a raggiungere questo importante traguardo.