



*Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Economia di Economia Aziendale*

Le operazioni di Turnaround nei fondi di Private Equity

RELATORE
Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO
Enrico Abbati
Matr. 158611

ANNO ACCADEMICO

2011 – 2012

Sommario

Introduzione	5
Il Private Equity: l'attività, la sua storia e il suo futuro.....	7
1.1 L'attività dei Fondi di Private Equity	7
1.2 Cenni storici sul mercato del Private Equity	9
1.2.1 Negli Stati Uniti	9
1.2.2 In Europa	10
1.2.3 In Italia	11
1.3 Limiti ed opportunità in un mondo in piena crisi	13
1.4 Le operazioni di Private Equity.....	22
Il Turnaround: analisi sull'operazione.....	25
2.1 Una fotografia del mercato del turnaround in italia.....	25
2.1.1 Attuale situazione del mercato e dei suoi operatori.....	25
2.1.2 Caratteristiche delle operazioni.....	27
2.1.3 Caratteristiche delle società target.....	28
2.2 Turnaround e Special situations.....	30
2.3 Gli attori del turnaround	35
2.4 L'Azienda target.....	39
2.5 Valutazione dell'azienda target	40
2.5.1 Il business plan	41
2.5.2 La definizione del prezzo	42

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

La gestione del Turnaround e impatto della Riforma Fallimentare	45
3.1 Gestione delle operazioni di turnaround	45
3.2 La riforma fallimentare: impatto sulle operazioni di turnaround.....	47
3.2.1 Piani di risanamento e riequilibrio della situazione finanziaria	52
3.2.2 Concordato preventivo	54
3.2.3 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti	57
“Way out”: il processo di disinvestimento	59
4.1 il processo di disinvestimento	59
4.2 I canali di disinvestimento	62
4.2.1 Disinvestimento tramite public offerings	63
4.2.2 Disinvestimento tramite trade sale	64
4.2.3 Disinvestimento tramite secondary buy out.....	65
4.2.4 Disinvestimento tramite other means	66
4.2.5 Disinvestimento tramite write off	67
Conclusioni.....	68
Ringraziamenti	69
Bibliografia	70

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Introduzione

Questo elaborato nasce dall'esigenza d'individuare, nella difficile crisi del momento, un'occasione di cambiamento e un'opportunità. Per questo motivo ho inteso esporre una particolare tipologia di operazione straordinaria che permette di creare valore e di non perdere quello che è il patrimonio immateriale, presente nelle aziende, salvando e rivitalizzando quelle imprese che, a causa di diversi fattori, versano in stato di crisi. In ambito economico mi riferisco alle operazioni di turnaround, con uno sguardo a uno dei principali operatori attivo in questa tipologia di operazione che richiede una conoscenza e un'esperienza altamente specifica, necessaria per il suo esito positivo: i fondi di private equity. Per gli attori attivi in questo mercato è un momento di grande opportunità, soprattutto per il caso italiano poiché, fino ad oggi, il turnaround è rimasto ai margini delle operazioni effettuate dai fondi di private equity, è inoltre mancato nel mercato italiano una figura specializzata in questo ambito e, comunque, solo un numero esiguo risulta attivo in questo settore.

Nella prima parte dell'elaborato ho presentato in termini generali i fondi di private equity. Dopo ho affrontato l'argomento dal punto di vista storico, studiando la nascita di questi fondi e le cause che hanno generato questi operatori sia sul mercato americano, che rappresenta la culla di questa tipologia di fondi, sia su quello italiano. In seguito ho fornito una panoramica sulla situazione economica, cercando di porre l'accento sulle possibilità offerte a questi investitori, dalla situazione contingente, per sviluppare un settore del mercato, che avrebbe importanti ricadute sul sistema economico

Nella seconda parte ho cercato di fornire una fotografia più dettagliata possibile, dell'attuale stato del settore delle operazioni di *turnaround*, dal momento che oggi molte imprese versano in stato di stress. Successivamente, ho esplicitato

più approfonditamente l'operazione di *turnaround*, **SOFFERMANDOMI**, inoltre, sugli attori di questa operazione delicata, che vede è influenzata da numerosi portatori di interessi, che non sono esclusivamente i fondi di *private equity* ma si evince la presenza di manager, numerosi *stakeholders*, e consulenti professionali. Sono passato infine a descrivere quello che possiamo impropriamente definire “ il materiale dell'operazione”, cioè l'azienda target, il corpo malato su cui operano i nostri medici, esplicitando quelli che sono i metodi per la sua valutazione.

Nella terza parte ancora ho affrontato la gestione di questa operazione e le normative che la riguardano, soffermandomi sulla svolta normativa del 2006 che offre una soluzione più efficace rispetto alla normativa precedente che era ispirata all'idea per cui un'impresa, divenuta insolvente, dovesse essere espulsa dal mercato, e il suo patrimonio dovesse essere impiegato per ripagare per quanto possibile i creditori, seguendo il tradizionale principio giuridico della *par condicio creditorum*. Il fallimento costituiva quindi un trattamento sanzionatorio e il pagamento dei creditori era l'unico fatto dovuto. La riforma fallimentare ha introdotto nel nostro ordinamento tre nuove tipologie di strumenti: il concordato preventivo, la ristrutturazione del debito, il piano di risanamento della posizione debitoria, per fornire una soluzione che garantisca la salvaguardia oltre ai diritti dei creditori anche i valori presenti nell'azienda, permettendo una soluzione alla crisi che non prevedesse esclusivamente la liquidazione dell'impresa.

Questa evoluzione deriva dalla crescente consapevolezza della centralità dell'impresa nell'organizzazione della società e di conseguenza dell'importanza di garantirne la continuità aziendale e la continuità nella creazione di valore.

Nel quarto capitolo ho analizzato quelle che sono le varie tipologie di way-out, inteso come momento fondamentale rivolto alla verifica della reale creazione di valore dell'operazione che Consiste nel liberare risorse per nuovi investimenti. Infine conclusioni e ringraziamenti

Il Private Equity: l'attività, la sua storia e il suo futuro

1.1 L'attività dei Fondi di Private Equity

I fondi di *private equity* sono degli investitori istituzionali che operano nel mercato dei capitale di rischio delle imprese, tramite partecipazioni nel capitale azionario (Equity). Per investimento nel mercato del capitale di rischio, si intende l'investimento di risorse finanziarie da parte di operatori specializzati, sotto forma di Equity (capitale di rischio) in imprese solitamente non quotate. L'investimento può avvenire sia attraverso l'acquisto di azioni esistenti, sia attraverso la sottoscrizione di azioni di nuova emissione. L'investimento ha come obiettivo quello di accrescere il valore dell'impresa definita "target", e di conseguenza quello del pacchetto azionario acquisito, ai fini di una successiva dismissione e quindi di liquidare l'investimento entro un periodo di medio termine. L'orizzonte temporale medio delle operazioni poste in essere, solitamente va da 3 a 5 anni, ciò è dovuto in parte ai limiti normativi dei patti parasociali e in parte alla volontà degli operatori di realizzare i guadagni o, comunque, chiudere le posizioni su quel determinato investimento.

I fondi non apportano esclusivamente capitale all'interno dell'azienda, ma richiedono una ristrutturazione della gestione dell'impresa. In primo luogo richiedono una seria impostazione manageriale, importante per garantire l'investimento da parte del fondo e necessaria per attuarne il controllo, che in mancanza di una funzione amministrativa adeguata, non garantirebbe la base informativa necessaria, per monitorarne l'andamento e per effettuare un investimento a più tranches, in base al raggiungimento degli obiettivi prefissati. Essi puntano, in secondo luogo, a dotare l'azienda di una visione manageriale,

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

tramite la disponibilità a fornire know-how in termini di organizzazione, amministrazione e controllo, analisi strategica del posizionamento, ed esperienza in materia di operazioni straordinarie come ad esempio operazioni di acquisizioni o di "*listing*" nel senso di collocamento presso la borsa valori, che è anche una delle forme di way-out dell'investitore istituzionale.

La creazione di valore si basa sugli obiettivi aziendali, formulati in sede di investimento nel *business plan*; la formulazione chiara e precisa di detti obiettivi è fondamentale per ottenere un investimento da parte di questi investitori specializzati.

L'investitore finanziario si configura come un socio temporaneo, che al raggiungimento degli obiettivi punterà a monetizzare il valore creato.

Il risultato del fondo, in una data operazione, si misura in termini di rendimento sul capitale investito e quindi come *capital gain*. In termini più pratici il fondo punta a ottenere un moltiplicatore "n" sul capitale investito, solitamente si punta ad ottenere un rendimento annuo orientativo del 20%-30%.

Il *private equity* fornisce diversi benefici al tessuto imprenditoriale. Una delle funzioni più importanti è quella di dare il supporto finanziario necessario alle imprese in fase di start up o ad aziende in un diverso ciclo di vita, che basano i propri piani di sviluppo su nuove strategie o su crescite per linee esterne, cioè tramite acquisizioni.

Esso, inoltre, fornisce capitale di rischio per lo sviluppo di nuovi prodotti o di nuove tecnologie, per perseguire una internazionalizzazione, per incrementare il circolante e per rafforzare la struttura finanziaria aziendale o per effettuare una ristrutturazione della azienda; può essere inoltre impiegato per risolvere problemi legati alla proprietà, quale il ricambio generazionale o la sostituzione parziale o totale di soci uscenti.

1.2 *Cenni storici sul mercato del Private Equity*

1.2.1 *Negli Stati Uniti*

I fondi di *private equity* e *venture capital* trovano origine negli Stati Uniti nel secondo dopoguerra, la prima società di investimento nel capitale di rischio ,l'American Research and Development Corp., nacque nel 1946 a Boston, ad opera dell'allora presidente del MIT, Karl Compton, di Georges F. Doriot professore dell'Harvard Business School e di alcuni importanti uomini d'affari locali¹. Le principali operazioni effettuate presentavano un elevato profilo di rischio in alcune società nate dallo sviluppo di tecnologie belliche, derivanti dalla seconda guerra mondiale. I principali finanziatori in quel periodo erano quasi esclusivamente persone fisiche, a causa della riluttanza degli investitori istituzionali.

La nascita di questo mercato è stato fortemente influenzato dall'emanazione dello *Small Business Investment Act* del 1958, che ha incentivato la nascita di particolari strutture finanziare attive nell'investimento in giovani imprese, grazie a un programma di sostegno pubblico-privato e di agevolazioni fiscali.²

Tuttavia questo eccessivo sistema agevolativo ha portato ad un collasso del sistema di mercato, e ciò, ha condotto a un ridotto apporto di risorse finanziarie nel ventennio '60-'70 da parte di soggetti privati, poiché vi era un elevato apporto di risorse da parte del settore pubblico. Inoltre, il mercato si è

¹ Anna Gervasoni, *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Fabio L.Sattin, ed. Angelo Guerini e Associati SpA, Milano, quarta edizione, marzo 2008

² Carlotti,M.Mougenot, *Il Private Equity tutto quello che bisogna sapere sul capitale di rischio*, tratto da L'Asset class Private Equity, e il nuovo ambito di intervento del Private Banking di Stella Gubelli, Rapporto della commissione tecnica permanente mercato finanziario, gruppo di lavoro Private Equity, quaderno n.8, marzo 2008. AIPB

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

concentrato, quasi esclusivamente, sul finanziamento finalizzato alla nascita di nuove imprese³.

Verso la fine degli anni settanta ci fu un elevato sviluppo di questo settore grazie all' apporto di capitali da parte dei fondi pensione, questo incremento è dovuto ad un intervento datato 1979 da parte del US Department of Labor, che ha permesso a tali istituzioni l'impiego delle risorse da loro raccolte in operazioni ad alto profilo di rischio.

Il periodo successivo va ricordato soprattutto per la fine del ciclo d'investimenti in società che hanno scritto e stanno scrivendo la storia economica, parliamo di società quali Apple Computer, Cisco System e Microsoft , anche se il mercato nel suo complesso in quel periodo era altalenante.

Continuando, gli anni novanta, per il mercato americano sono stati il periodo di maggior crescita per l'intero settore del private equity e venture capital, caratterizzato anche dall'uscita dal settore di diversi operatori storici che ha eliminato il problema di congestione, caratterizzante il mercato per l'eccesso di offerta, causa nel periodo precedente di una riduzione delle performance.

1.2.2 In Europa

Il mercato europeo del *venture e private equity* trova la sua nascita e primo sviluppo nel vecchio continente, nel Regno Unito, culla della maggior parte dei servizi finanziari disponibili sul mercato internazionale. Proprio a operatori del Regno Unito vanno attribuite le prime operazioni di successo già nel corso dell'Ottocento, ma è in realtà opinione assai diffusa, che nello stesso Regno Unito fino al 1980, il grado di sviluppo del mercato era un quarto di secolo indietro rispetto a quello americano, attualmente, si considera la distanza, ormai colmata. In ambito europeo data importante è il 1980, in cui il Consiglio Europeo

³ Cit. nota 1

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

sponsorizzò la creazione del *Venture Capital Liaison Office*, un ufficio di collegamento tra i diversi operatori con sede a Bruxelles. Sempre su iniziativa degli organi europei, nel 1983 è stata fondata l'*European Private Equity and Venture Capital Association*, con l'obiettivo di promuovere il mercato dei capitali di rischio in Europa, attraverso una crescita sia qualitativa che quantitativa degli operatori. Il mercato europeo è stato caratterizzato da un elevato livello di instabilità, in particolare, i ritorni sono stati inferiori a quelli attesi, per lo più, a causa della generale recessione e della connessa difficoltà a individuare modalità di disinvestimento profittevoli. Effettuando un confronto fra i due mercati si evince che permangono delle differenze, sia perché il settore in America trova la sua principale fonte di raccolta nei fondi pensione, nelle compagnie assicurative e negli investitori industriali, mentre in Europa questo ruolo è svolto principalmente dalle banche, sia perché il mercato risulta frammentato e nonostante lo sforzo intrapreso dalle istituzioni europee, le azioni competitive nazionali hanno portato a degli squilibri all'interno del mercato unico, che di conseguenza, non è riuscito a porsi in concorrenza con quello americano.

1.2.3 In Italia

In Italia si fa convenzionalmente risalire l'anno di nascita del mercato del *private equity* al 1986, anno in cui, nove società finanziarie di emanazione bancaria si raggruppano per dare vita ad un'associazione di categoria denominata AIFI, Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, oggi nota come Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.

Dal 1986 il mercato ha subito una profonda evoluzione, in relazione al mutamento della situazione economica nazionale e sulla base della variazione del quadro normativo, che ha disciplinato le strutture giuridiche utilizzate per svolgere l'attività di investimento nel mercato del capitale di rischio. Prima del

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

1986, bisogna menzionare che, la normativa non consentiva alle imprese di credito di effettuare investimenti nel capitale di rischio. Solo successivamente, attraverso una delibera del CICR e l'emanazione della normativa da parte della Banca d'Italia, fu consentito a tali istituti di effettuare questa tipologia di investimenti, sempre nel rispetto di determinati vincoli.

Una svolta decisiva per il settore, soprattutto sul piano normativo, vi è stata nel 1993, con l'introduzione dei fondi chiusi di diritto italiano, con l'emanazione della legge 14 agosto 1993 n. 344, che sono divenuti nel contempo il principale strumento per effettuare questa tipologia di investimento nel capitale di rischio in imprese non quotate, ma la normativa poneva, fin dalla sua introduzione, dei limiti alla validità dello strumento, riconducibili ai vincoli e ai limiti posti alla operatività di queste istituzioni.

L'espansione del *private equity* è stata sostenuta fin dai primi anni novanta, ma uno spartiacque importante è rappresentato dal 1997, in cui la normativa ha subito una profonda variazione, i provvedimenti adottati hanno rimosso gli ostacoli che impedivano all'Italia di confrontarsi sul piano internazionale e, soprattutto, con i principali paesi europei.

Questa fase è perdurata fino al 2001, anno a cui è seguita una fase di relativa stabilità fino al 2005, dove, di nuovo assistiamo a una fase di espansione del mercato, dovuta alla nascita di nuovi operatori nella fase di *early stage*. In contrapposizione a questo andamento del mercato, si può vedere come il numero degli operatori attivi nelle operazioni di *turnaround* è ancora molto limitato, come anche il volume delle operazioni, nonostante la riforma della normativa entrata in vigore nel 2006, riguardante il fallimento e le procedure concorsuali, che avrebbe dovuto apportare un significativo e propulsivo impatto nel sistema economico. Il mercato attualmente risulta ancora acerbo, ma presenta notevoli possibilità anche per l'ultima riforma di queste materie, avvenuta nel giugno di quest'anno(2012), oltre che per l'attuale situazione del mercato, come andremo meglio ad evidenziare nelle pagine seguenti.

1.3 Limiti ed opportunità in un mondo in piena crisi

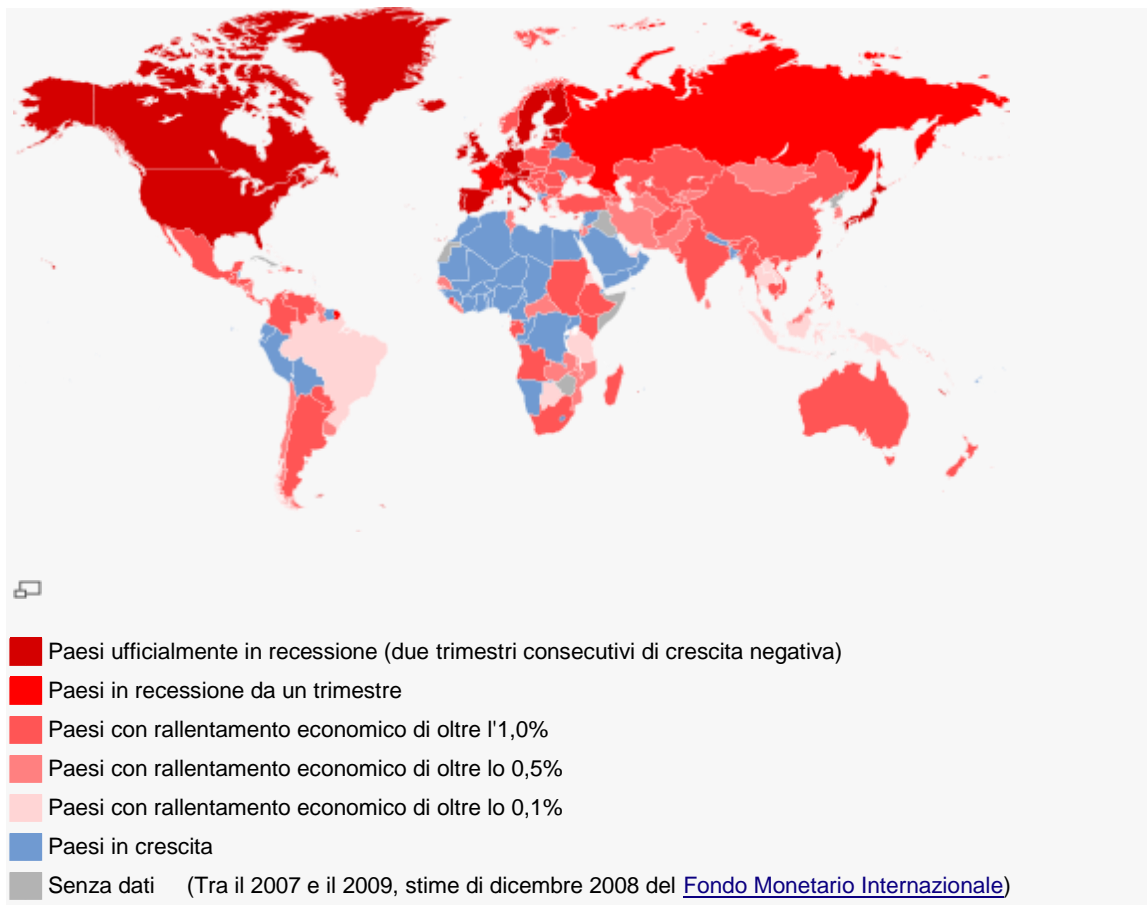
<<L'economia italiana è stata caratterizzata negli ultimi 10 anni da una crescita più bassa del pil rispetto alla media dei principali paesi industrializzati occidentali. Tutti questi paesi hanno dovuto affrontare profondi cambiamenti strutturali, delle proprie economie per fronteggiare la competizione e, contemporaneamente, cogliere l'opportunità del rapido sviluppo in atto nei così detti paesi "emergenti">>. ⁴

La ristrutturazione del sistema economico di questi paesi, di conseguenza, ha portato all'interno delle aziende coinvolte profondi cambiamenti, nella loro organizzazione, nel modello di business e nella struttura del capitale. Vi sono stati interventi di fusioni, acquisizioni, investimenti, cambio di governance o di management, spesso accompagnati, da un riposizionamento competitivo. Questi interventi hanno alimentato il cambiamento indispensabile per sopravvivere nell'attuale situazione economico finanziaria. Inoltre, la crisi finanziaria iniziata nel 2007 negli Stati Uniti, originatasi a causa dei mutui subprime, ha portato ad una grave crisi industriale (seguita al fallimento della Lehman Brothers) scoppiata nell'autunno del 2008 con una forte contrazione degli ordinativi e della produzione. ⁵

⁴ Enrico Ceccato, *Turnaround monitor*, rapporto Italia 2004-2010, pag.5

⁵ David Pendery, *Three Top Economists Agree 2009 Worst Financial Crisis Since Great Depression; Risks Increase if Right Steps are Not Tak*, 22 febbraio 2009

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*



Il 2009 è stato l'anno più grave della crisi a livello internazionale, vi sono stati pesanti crolli di pil in numerosi paesi del mondo, in modo speciale nei paesi del mondo occidentale. In quello stesso anno in Italia le operazioni di *turnaround* hanno subito un picco, spostandosi da una media del 6% degli anni precedenti, al 9% di quell'anno. Questo ci fa capire come la crisi finanziaria abbia scalfito lo status quo della situazione italiana ferma nel suo immobilismo ed abbia portato le imprese a compiere quel *turnaround*, di cui l'intero sistema italiano necessita. Infatti, mentre negli altri paesi il processo di riorganizzazione era già in atto, l'Italia è rimasta ferma a causa della natura attendista che la caratterizza, volto alla continua ed erronea preservazione dello statu quo, che oramai, non è più possibile mantenere. In seguito tra il 2010 e il 2011 la crisi si è allargata ai debiti sovrani e alle finanze pubbliche di molti paesi, soprattutto dell'eurozona, ciò ha portato al salvataggio di numerosi paesi dell'area periferica (Portogallo, Irlanda,

Grecia), che stavano andando incontro a uno stato di insolvenza.⁶ L'allargamento della crisi alle finanze pubbliche, ha avuto un contraccolpo sul sistema bancario, andando a innalzare il costo dei finanziamenti per le imprese. In tutto questo, la crisi ha smascherato quella che è la fragilità del sistema bancario, e di conseguenza, ha dimostrato l'inadeguatezza delle regole imposte dal comitato di Basilea, ampiamente criticate anche da uno dei più qualificati responsabili in materia di vigilanza bancaria: Andrew Halden, responsabile della vigilanza della Bank of England.⁷ Infatti, già nel 2007 al contempo, l'accordo Basilea 2 è risultato essere inadatto già alla sua entrata in vigore, come riportato da Marco Onado nel suo articolo: "Basilea 3 la spirale della confusione".

In questo articolo, afferma Onado: "vi è un'incapacità del sistema bancario di una misurazione adeguata del rischio, ne è la prova provata il fallimento della valutazione del rischio per i titoli strutturati, poiché si estrapolavano rischi futuri da una base statistica inadeguata".

Nel medesimo articolo si enuncia la vera regola, per ottenere un sistema bancario più solido, che è data dal limite posto al *leverage* dell'attivo delle banche sul capitale, introdotta solo in Basilea 3 (in cui risulta pari a 33 volte il capitale), che entrerà in vigore il prossimo anno e porterà, molto probabilmente, ad un'ulteriore stretta sul credito.

Per quanto riguarda il caso Italiano, l'entrata in vigore di Basilea 3 richiederà ai primi cinque gruppi bancari un capitale aggiuntivo, quantificato intorno ai 15,4 miliardi di Euro. Questo inasprimento della vigilanza bancaria potrebbe ulteriormente frenare l'erogazione del credito alle piccole e medie imprese. Risultano infatti, essere numerose le aziende italiane che si trovano a dover fare i conti con una redditività in calo, con l'incapacità di far fronte puntualmente ai pagamenti e con la difficoltà a onorare i propri debiti. Come visto in precedenza,


⁶ Vittorio Da Roul, *Tre crisi in Europa: Grecia conti truccati, Irlanda crisi bancaria, Portogallo non competitivo*, Il Sole 24 Ore, Milano, 7 aprile 2011.

⁷ Marco Onado, *Basilea 3 La spirale della confusione*, Il Sole 24 Ore, 4 settembre 2012.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

le banche sono affette dal problema della liquidità ed hanno di fatto interrotto il flusso di finanziamenti nei confronti delle imprese, soprattutto di piccole e medie dimensioni, generando un circolo vizioso, che ha coinvolto non soltanto le aziende già in difficoltà, ma anche quelle sane.

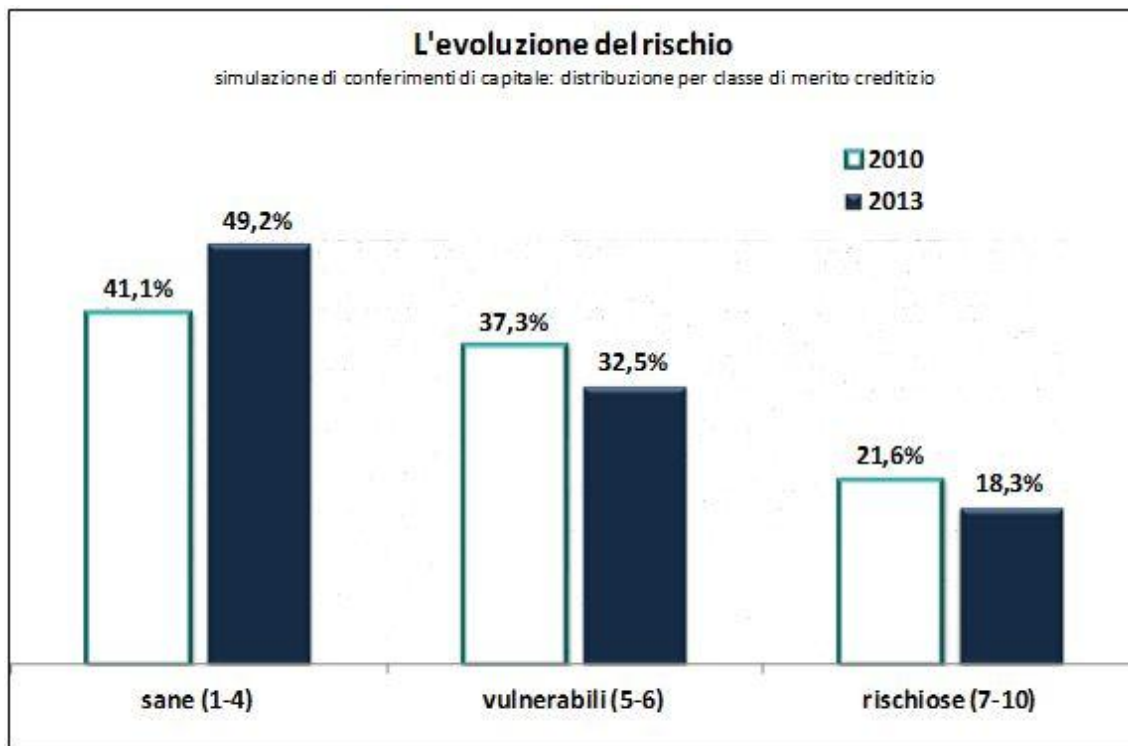
Questa situazione che colpisce indiscriminatamente tutte le imprese, sta tuttavia offrendo una grande opportunità agli operatori attivi nel settore e in grado di investire risorse, consentendo anche alle imprese italiane, di effettuare quel cambiamento decisivo per rimanere in auge nel sistema economico a livello internazionale. “Negli anni passati il sistema bancario italiano ha permesso lo strutturale nanismo delle aziende italiane, a causa della facilità con cui si finanziavano progetti industriali limitati e quasi sempre orientati al mercato italiano”.⁸ Questo “nanismo” afferma Enrico Ceccato, managing partner Orlando Italy Special Situation, oltre che essere alimentato dalle banche, è dovuto inoltre, alla <<limitata separazione tra azionista e manager, alla quasi totale assenza di management con reali deleghe e alla mancanza di chiari obiettivi di creazione di

		<u>Debiti finanziari/totale attivo</u>		<u>Debiti totali/attivo</u>	
		< 10 € mil	10-50 € mil	< 10 € mil	10-50 € mil
	Austria	32,7%	18,4%	50,7%	45,2%
	Belgio	3,6%	4,4%	38,2%	49,5%
	Germania	11,1%	5,3%	47,2%	41,8%
	Spagna	7,7%	12,4%	50,1%	45,7%
	Francia	9,0%	6,1%	51,1%	56,9%
	Italia	22,4%	20,3%	59,7%	61,4%

Fonte: elaborazioni Cerved Group su dati Bach-Esd

⁸ Enrico Ceccato, *Turnaround monitor*, rapporto Italia 2004-2010, pag.5

valore. Questi fattori hanno rallentato il processo di cambiamento, elemento fondamentale per permettere una reale e significativa presenza nelle economie “emergenti” a forte crescita>>. La soluzione al nanismo, di cui parla Enrico Ceccato, risulta essere un reale problema dell’economia italiana. Secondo quanto affermano Fabrizio Balda e Guido Romano, una maggiore capitalizzazione porterebbe ad una riduzione dei costi di finanziamento, dovuta a una migliore valutazione e ad una riduzione del rischio connesso all’azienda, garantita da una maggiore solidità aziendale. Una migliore solidità patrimoniale, inoltre, aiuterebbe anche il sistema bancario in termini di risparmio patrimoniale. La struttura economico finanziaria delle imprese italiane, da sempre sbilanciata dal lato del reperimento dei fondi a favore dell’indebitamento verso il sistema bancario, è di conseguenza, storicamente caratterizzata da un basso impiego di capitale di rischio. Il confronto con i partner europei lo mette in evidenza: per le aziende con giro d’affari inferiore ai 50 milioni di euro, la quota di finanziamenti bancari, sul totale attivo, si colloca tra il 20 e il 25 per cento per l’Italia, mentre è tra il 5 e il 15 per cento negli altri paesi, ad eccezione dell’Austria.



Questa situazione costringe le imprese italiane a una svolta decisiva, quella di risolvere uno dei principali problemi del sistema italiano, che è la sottocapitalizzazione delle imprese, dovuta a quella che è una mentalità arretrata, che da una parte diffida del mercato borsistico e dall'altra non intende rischiare maggiore capitale, ciò porta a una fragilità del sistema di breve periodo. Il tessuto imprenditoriale italiano è fondato sulle piccole e medie imprese, prevalentemente a conduzione familiare, che difficilmente riescono ad operare in quello che è l'attuale mercato globale, a causa della loro dimensione e dei ridotti fondi di cui dispongono. La globalizzazione e il mercato unico europeo hanno, infatti, rappresentato una sfida che, fino ad oggi, non ha visto vincente il modello italiano, che nell'ultimo periodo, ha perso in efficienza produttiva. Attualmente, per rispondere e recuperare competitività, il governo italiano è intervenuto nei confronti dei lavoratori, senza risolvere quelli che sono i problemi che affliggono l'economia italiana, come l'insufficienza di infrastrutture

e di investimenti o l'eccessivo cuneo fiscale che, a causa della crisi, ha raggiunto livelli insostenibili. In questo contesto, secondo la ricerca effettuata dal Turnaround Monitor dell'università LIUC, risulta che il 40% delle imprese italiane è in situazione di "distress". Ciò nonostante, in Italia, secondo quanto afferma Alessia Muzio :<< il segmento del turnaround volto alla ristrutturazione di imprese in crisi, è ancora poco sviluppato e il numero di operatori specializzati in questo tipo di interventi, rimane piuttosto basso. In pochi casi questa attività viene svolta da parte dei fondi di private equity tradizionali che operano in Italia mentre, per i fondi esteri, risulta difficile operare in un contesto estremamente differente dal punto di vista legale. Dall'altra parte, le banche spesso non si avventurano nei processi di ristrutturazione, non disponendo di un'organizzazione adeguata ad affrontare i rischi operativi connessi alle operazioni di *turnaround*. Generalmente, in passato, hanno preferito rientrare dalle esposizioni, attraverso il processo di liquidazione della società in crisi. Gli acquirenti industriali, invece, pur con le competenze necessarie per generare valore all'interno dell'impresa, in molti casi sono penalizzati dalla scarsa conoscenza degli aspetti legali e tecnici e delle responsabilità ad essi connesse, quindi, finiscono con l'evitare tale tipologia di intervento>>⁹. Nel primo caso si tratta di operatori in grado di effettuare più propriamente, solo un *turnaround* di tipo finanziario, si tratta di operazioni di più semplice soluzione, in quanto è in difetto, solo, la struttura finanziaria aziendale. Nell'altro caso, invece, abbiamo operatori capaci di effettuare un *turnaround* operativo, nel quale la soluzione sarà ben più complessa, poiché riguarda l'intero sistema aziendale che risulta bloccato (ciò può dipendere dal prodotto, dall'innovazione dello stesso, dal posizionamento, ecc;) da una miriade di incognite, che un semplice operatore bancario non è in grado di identificare, ma che d'altra parte, non dispongono del

⁹ Alessia Muzio, *Risanamento e crisi di impresa: il ruolo del turnaround*, Ufficio Studi Aifi (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital), 26 Novembre 2009

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

knowhow necessario a curare la parte legale e di analisi del rischio, connessi all'operazione. Ne deriva, che uno dei principali limiti allo sviluppo di questo settore, nel mercato del capitale di rischio, è dato proprio dalla mancanza di operatori specializzati. Da quanto emerge dall'analisi del Turnaround Monitor, notiamo, quasi esclusivamente, la presenza di due fondi specializzati, attivi nelle special situations: i fondi Orlando Italy¹⁰ e il fondo Atlantic Capital Special Situations. Dall'analisi emerge, pertanto, un chiaro approccio opportunistico da parte di fondi italiani generalisti e la presenza sporadica di alcuni operatori stranieri, tra cui Oaktree Capital Management, Cinven e Hal Investments. Un problema che spesso blocca o non rende possibile l'operazione è che l'imprenditore o comunque il management, non recepisce quelli che sono i segnali d'allarme, oltre che forse soffrire di miopia, ritardando l'intervento di un investitore esterno e preferendo risolvere la crisi con le proprie forze, spesso insufficienti. Questo può portare ad un intervento tardivo da parte dell'investitore esterno, che alla fine può risultare addirittura inutile.

In ogni caso, gioca un ruolo cruciale quella che è la cultura italiana, radicata a preconcetti che vedono nella crisi una fine senza alcuna via di uscita.

Ciò, dipende dalla visione del soggetto fallito, derivante dalla precedente normativa fallimentare del 1947. Una visione fortemente negativa, che vede inoltre legato a doppio filo l'impresa con l'imprenditore, infatti, una volta fallito l'imprenditore, la normativa prevedeva che l'azienda doveva essere liquidata, per ripagare i creditori, come un bene semplice che non può avere una continuità indipendente¹¹.

¹⁰ fondo di private equity dedicato alle special situations. È promosso da un team di professionisti e di manager industriali e finanziari che vantano esperienze specifiche di lungo termine nella soluzione di situazioni complesse. Orlando Italy ha a disposizione fondi per 200 milioni di Euro per investimenti da effettuare in Italia

¹¹ La normativa fallimentare del '47 prevede la liquidazione della società e il pagamento dei crediti, sulla base della *par condicio creditorum*.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Attualmente l'Italia dispone di una delle normative fallimentari dotata di strumenti tra i più innovativi e moderni, preposti alla salvaguardia delle continuità aziendale e soprattutto in grado di garantire i diritti degli stakeholder dell'azienda, tutelando il più possibile i loro interessi. La nuova riforma fallimentare è entrata in vigore il primo gennaio del 2008, ed è fondata su un possibile superamento dello stato di crisi, che è una generica situazione di difficoltà che può risultare essere solamente transitoria e non degenerare, necessariamente, in una situazione di insolvenza.

Oltre alla continuità economica dell'azienda, la normativa si fonda su una maggiore autonomia privata delle procedure, permettendo quindi una migliore capacità di intervento, rispetto a quelle che sono le caratteristiche e la situazione in cui versa l'impresa.

Da questo contesto, è auspicabile che i fondi di *Private Equity* inizino a sfruttare quelle che sono le opportunità di questo mercato ancora poco sviluppato, soprattutto, in un momento come quello attuale, in cui, il tessuto imprenditoriale è esposto ad un elevato rischio di mortalità delle imprese, che nella maggior parte dei casi, necessitano di un *turnaround* oltre che puramente economico, di mentalità.

Uno dei primi cambiamenti che il fondo effettua proprio in operazioni di *turnaround* è, infatti, quello di un cambio di testa ovvero, di management perché se l'impresa si trova in una situazione di criticità, è possibile che essa sia dovuta proprio al management, questo, inoltre, permette di recuperare in termini di confronto con banche e creditori.

In ogni caso, un incremento del numero di operatori specializzati, in questa tipologia di operazioni, è auspicabile, in quanto potrebbero salvare imprese, altrimenti destinate a fallire.

La situazione del mercato italiano si sta tuttavia evolvendo e, come già sottolineato, la riforma sul fallimento ha introdotto delle notevoli semplificazioni, che hanno di certo agevolato l'intervento degli operatori. Esiste una domanda crescente di ristrutturazione aziendale, data dall'aumento del numero di aziende

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

in crisi che rischiano di fallire, senza l'intervento energico di operatori specializzati.

Analizzeremo meglio in seguito i vantaggi apportati alla normativa fallimentare sia dall'intervento legislativo del 2006, che da quello più recente del 2012.

L'attuale situazione Italiana ha tutte le caratteristiche affinché vi sia un'espansione e un recupero da parte del mercato italiano, di competitività e innovazione nei confronti dei concorrenti. Restano aperti ancora margini di intervento, che permetterebbero uno sviluppo di questo settore, ad esempio si può auspicare un incentivo fiscale per le imprese in crisi che renda ancora più interessante il settore del *turnaround*.

1.4 Le operazioni di Private Equity

Gli investimenti in private equity raggruppano varie tipologie di operazioni, rispetto sia alla fase di ciclo che l'azienda target sta attraversando, sia in base alla tipologia di tecnica utilizzata per effettuare l'investimento

Fasi di sviluppo dell'impresa target (impresa obiettivo):

- Seed financing - investimento nelle primissime fasi di sperimentazione dell'idea di impresa, momento in cui va ancora dimostrata la validità tecnica dell'impresa
- start up financing - investimenti in società avviate, ma con flussi di cassa negativi e grandi potenzialità di crescita e fabbisogni di cassa per finanziare il lancio dei prodotti o sviluppare il mercato, fase in cui è già comunque presente un prototipo.
- Expansion/Development Capital - investimenti in società avviate, con flussi di cassa positivi in rapida crescita con fabbisogni di cassa legati allo

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

sviluppo del mercato

- Replacement- Acquisto di azioni esistenti in sostituzione di parte dell'azionariato (nel caso di imprese familiari di sostituzione parziale o totale si parla di family buy-out)
- Buy Out- in questo caso abbiamo varie tipologie in base al ruolo assunto dal management all'interno dell'operazione; sono in ogni caso società medio/grandi dove il management assume un ruolo all'interno dell'operazione rilevando assieme ad un Fondo di *private equity* l'azienda.
 1. Management Buyout (MBO) - nel caso in cui tra i nuovi soci entrano manager della società.
 2. Management Buyin (MBI) - nel caso in cui vi sono manager esterni che entrano nella compagine azionaria.
 3. Buyin Management Buyout (BIMBO) - quelli in cui è un mix di manager interni ed esterni ad assumere il controllo dell' impresa.
- Turnaround - è l'operazione con la quale il fondo acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla o renderla nuovamente produttiva e si parla quindi di turnaround finanziario o turnaround operativo.

Tecniche finanziarie

- Leveraged buyout (LBO) - Investimenti di MBO/MBI in cui viene usata una grande quantità di debito per acquistare la società dove in taluni casi l'azienda viene venduta a pezzi per ripagare il debito (i break up)
- Going Private - Investimenti in Aziende quotate per cui l'investitore di private equity vede un valore nel ritirare l'azienda dal mercato,

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

sistamarla e rifocalizzarla e poi cederla con profitto.

- Mezzanine Capital - Investimento sotto forma di debito non garantito con un rendimento extra legato alla profittabilità dell'investimento (l'equity kicker)

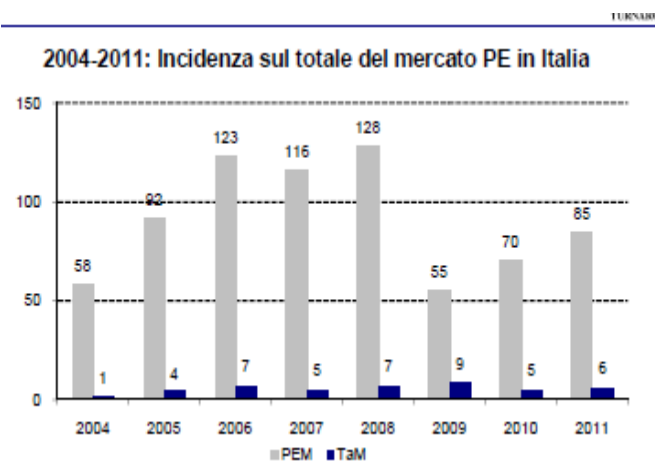
Il Turnaround: analisi sull'operazione

2.1 Una fotografia del mercato del turnaround in italia

Questa analisi è stata realizzata sulla base dei dati raccolti dal Turnaround Monitor, primo osservatorio relativo alle operazioni di ristrutturazione aziendale poste in essere in Italia da parte di investitori istituzionali in capitale di rischio.

2.1.1 Attuale situazione del mercato e dei suoi operatori

Il fine a cui è giunta la ricerca è quello di fotografare l'attuale stato di disagio in cui versa l'imprenditoria italiana, il campione della ricerca è composto da 6704 imprese con volumi di ricavi compreso nel 2009 tra i 20 e i 200 milioni di euro, mentre l'arco temporale di riferimento è compreso tra il 2004 e il 2010. La ricerca ha individuato, in termini aggregati, un totale di 38 società target e una media di circa 5,5 investimenti annui. Se andiamo a considerare quello che è invece l'intero mercato del capitale di rischio, sulla base dei dati raccolti per il medesimo periodo di riferimento dall'Osservatorio Private Equity Monitor, il totale delle operazioni effettuate è di 642, con un'incidenza media annua del segmento del turnaround che è risultata pari al 5% con un picco delle attività rilevato nel 2009 pari al 16%



Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

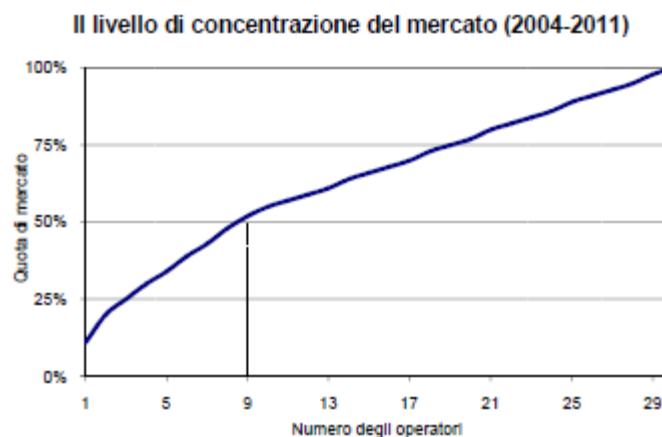
sul totale del mercato.

Tale evidenza dimostra da un lato che il segmento del turnaround rappresenta ad oggi una nicchia del mercato, dall'altro che l'attuale crisi ha portato a situazioni di stress che hanno permesso un aumento della quota di mercato di tale segmento, in ogni caso ad oggi non ha ancora raggiunto quelle che sono le quote ipotizzabili, anche sulla base dei dati, le imprese in situazione di stress risultano essere intorno al 40% sul totale.

Sulle 38 società target individuate nel periodo di riferimento, il numero di investitori attivi fra specializzati e occasionali risulta essere pari a 30, su un totale di 45 investimenti.

Da ciò, in media, rapportando il numero di operatori sul totale degli investimenti, si evince che ciascuno di essi ha concluso 1,5 operazioni, evidenziando un discreto livello di concentrazione.

Analizzando poi la distribuzione degli operatori per numero di investimenti effettuati, si ha che i primi 9 operatori hanno realizzato il 51% delle operazioni (23



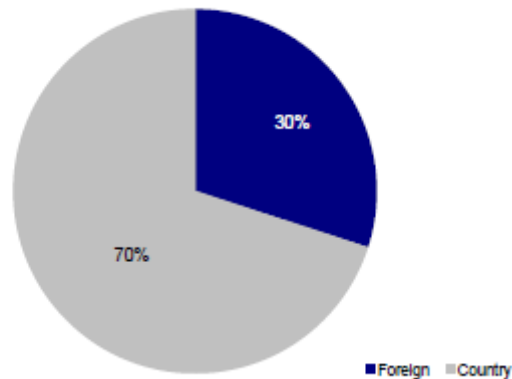
operazioni); nel contempo i restanti 21 operatori hanno portato a termine una sola operazione, ciascuno nel medesimo arco temporale. In ogni caso appare una diversificazione del rischio, in quanto il 16% degli investimenti (7 su 45 realizzati) vede la cooperazione di due o più investitori, nella medesima società target.

Andando ad analizzare l'attività degli operatori ricaviamo, che pochi sono i fondi specializzati in turnaround che hanno operato in maniera continuativa e sistematica sul mercato; in ogni caso è loro riconducibile una leadership di mercato. Per quanto concerne i restanti operatori attivi, è presumibile che

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

operino utilizzando una logica opportunistica e/o che siano fondi di tipo generalistico.

Nazionalità degli investitori (2004-2011)

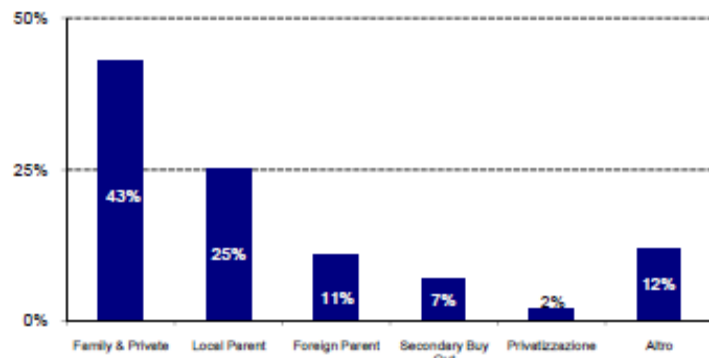


Sempre analizzando gli operatori ma soffermandoci sulla loro nazionalità, risulta che il 72% di essi è Italiano mentre il restante 28% ha invece nazionalità straniera.

2.1.2 *Caratteristiche delle operazioni*

Rispetto alle operazioni osservando la deal origination, gli investimenti sono maggiormente spinti dall' iniziativa privata per il 45% o da cessione di rami d'azienda 34%.

2004-2011: La distribuzione % delle target per deal origination



2004-2011: La distribuzione geografica delle target



Invece da un punto di vista della distribuzione geografica i risultati dell'analisi mostrano una prevalenza delle operazioni effettuate nel Nord del Paese e addirittura risulta che il 65% del mercato è assorbito da Lombardia e Piemonte ciascuno per il 26% e dall'Emilia Romagna per il 13%. Questi dati non fanno altro che riflettere quella

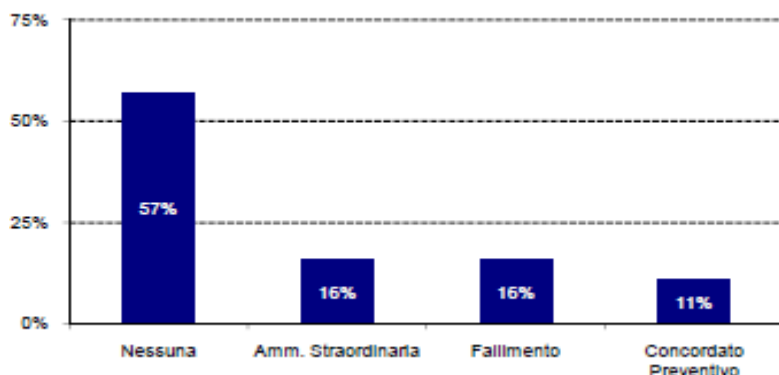
Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

che è fondamentalmente la distribuzione del tessuto industriale italiano che è distribuito in maniera disomogenea sul territorio nazionale.

Per quanto concerne invece la presenza o meno di una procedura concorsuale già presente all'origine dell'operazione, dai dati risulta che il 58% dei deals sia stato concluso in una situazione critica di impresa ma non in presenza di procedure concorsuali già avviate.

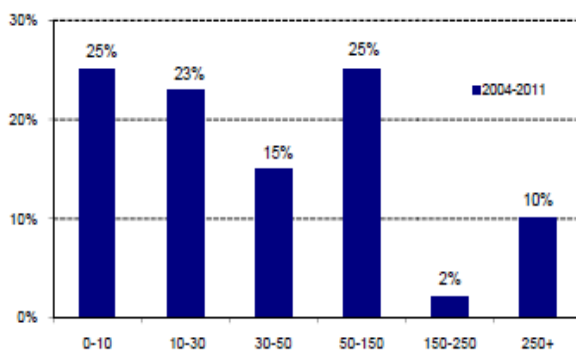
Il restante 42% risulta così distribuito: il 18% delle operazioni è stato concluso nell'ambito di amministrazioni straordinarie di grandi imprese in crisi, il 13% in presenza di fallimenti d'impresa e il rimanente 11% invece è avvenuto in presenza di un concordato preventivo.

2004-2011: La distribuzione % delle target per procedura

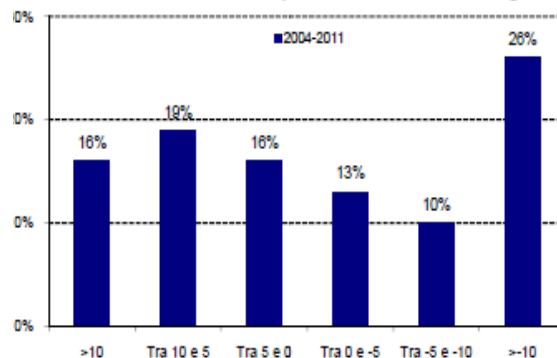


2.1.3 *Caratteristiche delle società target*

2004-2011: La distribuzione % per classi di fatturato (€ Mln)



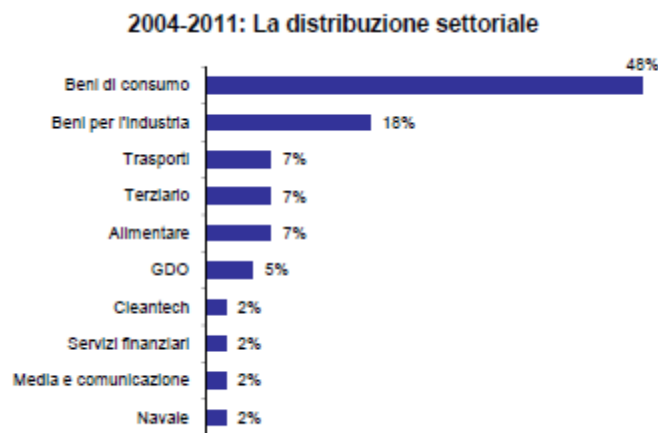
2004-2011: La distribuzione per classi di EBITDA Margin



Caratteristica rilevante è la marginalità, basata sul rapporto EBITDA/Fatturato.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Risulta che il 26%, che costituisce il valore maggiore, ha un rapporto decisamente critico e superiore al -10%. Spostando l'analisi su quello che è il settore di riferimento della società target, lo studio ci mostra una predilezione nei confronti del tradizionale comparto dei beni di consumo, con un investimento



pari al 50% sul totale.

In seguito vi è una preferenza da parte degli investitori per il comparto dei beni per l'industria, con una quota che si aggira intorno al 16% del mercato.

Analizzando in seguito le società target in base ai volumi del fatturato si rileva come il 49% dell'attività è presente in aziende con fatturati che non superano i 30 milioni di Euro; se innalziamo l'asticella portandola a 50 milioni di Euro, rileviamo come la quota sul totale delle attività sale al 63%.

Inoltre si evidenzia come vi sia una predilezione da parte degli operatori ad optare per società caratterizzate dalla presenza di una forte brand awareness, cioè della presenza in azienda di un marchio di forte riconoscibilità.

Da questa analisi si evince una sostanziale differenza rispetto alle altre tipologie di investimento messe in atto dai fondi di private equity, infatti vi è una maggiore attenzione su quelli che sono i valori immateriali presenti in azienda, rispetto alle altre operazioni effettuate dai Fondi di Private Equity nel turnaround, la valutazione dell'impresa target avviene prevalentemente sulla base dei cash flow che l'impresa è in grado di generare.

2.2 *Turnaround e Special situations*

“Il termine “crisi” in cinese viene scritto con due ideogrammi uno raffigurante il pericolo l’altro, invece, l’opportunità.”¹²

Un’impresa è definita in crisi quando manifesta problemi di liquidità, cioè quando non dispone di risorse finanziarie sufficienti a soddisfare le obbligazioni contratte. Questa può essere una situazione temporanea o irreversibile. Si parla di situazione irreversibile quando l’impresa risulta essere in stato di insolvenza, questa è la situazione in cui l’impresa è definitivamente e irrimediabilmente compromessa.

La crisi può avere fondamentalmente due conclusioni, o si prova una ristrutturazione aziendale, ovvero il *turnaround*, o si procederà con la liquidazione dell’impresa, derivante dalla sua insolvenza.

Per quanto concerne la crisi, essa è un elemento naturale e fondamentale di tutte le economie di mercato, nelle quali vi è regolarmente un’alternanza di fasi positive e negative nella vita delle imprese, che ci permette di affermare come la crisi sia un elemento permanente di questo sistema economico.

L’origine della crisi può derivare sia da cause endogene che esogene, Giampiero Sirleo afferma che:” Generalmente, escludendo l’intervento di fattori esogeni non prevedibili che possono verificarsi, l’origine della crisi dell’impresa può coincidere con l’apice del successo”¹³.

Qualora dipenda da cause esterne, dovute al dinamismo dell’ambiente, queste risultano non sempre controllabili da parte del management.

L’analisi delle cause è un momento fondamentale per la ristrutturazione dell’impresa, in quanto il primo passo da compiere è quello di porvi fine, così da poter poi continuare nel risanamento dell’impresa.

¹² John Fitzgerald Kennedy, 35° presidente degli Stati Uniti.

¹³ Giampiero Sirleo, *La Crisi d’impresa e i piani di ristrutturazione*, ARACNE editrice S.r.l., Roma, settembre 2009, pag.17

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

La crisi si manifesta per stadi, inizialmente vi è una prima fase prodromica in cui si manifestano i primi sintomi di deterioramento della situazione, se pur lentamente.

Segue il momento in cui si palesa la crisi, questo è un momento decisivo, in quanto, nella fase in cui si preannuncia, è difficile coglierne i segnali, quindi, è solitamente in questa fase, che si deve invertire il trend negativo, l'obiettivo ovviamente è quello di riportare l'impresa a creare valore. Questa fase più che di crisi, la potremmo anche definire di declino, in quanto l'impresa non necessariamente sta distruggendo valore, ma in ogni caso è osservabile come si inizi a contrarre. Generalmente lo si nota osservando una decrescita sistematica dei flussi economici.

Il declino quindi lo si collega con quella che è la performance dell'azienda, che qualora non si intervenga per invertirne il trend, porterà sicuramente alla crisi in senso stretto.

Questo è un momento di forte instabilità, che trae origine da forti perdite economiche, da forti squilibri di flussi economici, da una perdita di capacità di credito (derivante da una perdita di fiducia) conseguenti al declino dell'impresa. Per quanto riguarda le cause vi è un'altra possibile suddivisione, in base all'approccio utilizzato, vi è infatti quello soggettivo¹⁴ e quello oggettivo¹⁵.

¹⁴ Il primo va esclusivamente ad osservare gli elementi soggettivi, cioè il capitale umano dell'azienda. Se si utilizza questa analisi il primo ad essere accusato risulta essere il management, in quanto è l'organo decisore e molto spesso la crisi deriva da una sua scarsa capacità. I secondi soggetti solitamente accusati da questa analisi sono gli apportatori di capitale, che magari hanno effettuato politiche di dividendi, o di quantità di capitale errate, o ancora ,hanno compiuto una scelta errata in merito al management scelto. In fine altre critiche possono investire tutti i soggetti dell'impresa che svolgono una qualsiasi attività all'interno di essa, in merito a una loro inefficienza, a un comportamento errato, o ancora ad una incapacità.

¹⁵ Da qui è possibile distinguere cinque tipologie di crisi dipendenti dalle cause che la provocano:

- Crisi da inefficienza - La crisi da inefficienza è legata ai competitors e si manifesta quando, uno

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

La situazione di *turnaround* va analizzata caso per caso e non è possibile stabilire un piano, senza una conoscenza riguardo allo stato di avanzamento e all'intensità della crisi dell'impresa. Soffermandoci sul significato di *turnaround*, lo si può meglio esplicitare come un cambiamento forzoso, qualora lo si spogli delle tensioni con gli *stakeholder*. Forzoso, sta ad indicare quelli che sono due importanti variabili di questo processo: il tempo e i risultati che è necessario ottenere.

Inoltre, a causa dell'assenza o scarsità di fondi a disposizione, il *turnaround*

o più settori, dell'attività aziendale risultano avere rendimenti inferiori rispetto ad essi.

Crisi da sovracapacità/rigidità produttiva - Queste di solito traggono origine da tre cause, in primo luogo un riduzione della domanda di prodotti dell'azienda dovuta a una sovracapacità produttiva dell'impresa stessa. In secondo luogo la riduzione della domanda per l'impresa può derivare da sovracapacità produttiva a livello di settore. Infine può derivare da livelli di ricavi inferiori alle attese rispetto agli investimenti effettuati per raggiungere dimensioni più elevate.

- Crisi da decadimento prodotti - Questa tipologia di crisi si origina quando si verifica una riduzione del margine tra prezzo e costo del prodotto, portandolo al di sotto del livello che consente la copertura dei costi fissi, o comunque, al di sotto della misura in cui vi è un sufficiente utile.
- Crisi da carenza di programmazione/innovazione - Qui sono raggruppate le crisi derivanti da carenze nella gestione di due funzioni, la programmazione e l'innovazione. Per quanto concerne la prima dipende dall'incapacità dell'azienda a mutare lo svolgimento della gestione in base ai cambiamenti dell'ambiente esterno. Invece la carenza di innovazione, per l'appunto, si presenta a causa di una carenza nell'innovazione e l'impresa senza nuove idee, difficilmente si mantiene produttiva nel tempo.
- Crisi da squilibrio finanziario - Le crisi aziendali spesso vengono imputate a questa tipologia di causa e agli oneri da essa derivanti. Questa può derivare da una grave carenza dei mezzi propri come fonte di finanziamento, una prevalenza delle passività di breve termine in presenza di impieghi più squilibrati verso la parte di attivo immobilizzato, un'insufficiente o inesistente disponibilità liquida, una dipendenza dell'azienda dai debiti che ne causano una scarsa capacità di contrattazione. La crisi da squilibrio finanziario può non essere la causa originaria della crisi, ma potrebbe essere una conseguenza delle cause esaminate in precedenza.

deve essere operato facendo leva su quelle che sono le risorse a disposizione dell'impresa: clienti, brand, prodotti, mercati e competenze, utilizzandole al meglio e sfruttandole in maniera innovativa.

Vi sono secondo Stuart Slatter¹⁶, uno fra i più esperti accademici nel campo di studi sul *turnaround*, quattro tipi di situazioni di un'azienda in crisi:

1. Non recupera
2. Recupero temporaneo: l'impresa non consolida la sua situazione e/o permangono tendenze negative nel settore, il recupero non risulterà duraturo
3. Esce con successo dalla crisi con una positiva sopravvivenza strutturale: l'impresa rimarrà in una fase in cui i profitti non si sviluppano in maniera adeguata.
4. Pieno recupero con rilancio strutturale: si riesce a radicare il recupero, l'impresa genererà redditi crescenti e vengono pienamente ripristinate le condizioni di sviluppo.

Si usa distinguere fra due tipologie di *turnaround*, in base alle diverse conseguenze per gli *stakeholder*, abbiamo il *turnaround* da declino e quello da crisi, un' importante differenza risiede nel punto di partenza delle due operazioni, in quanto vi sono delle diverse criticità operative e finanziarie da cui iniziare, che ovviamente, nelle situazioni di crisi sono più acute.

In ogni caso, sia in un ambito che nell'altro, gli *stakeholder* finanziari subiranno gli interventi maggiori, come il consolidamento dei debiti o la rinuncia ai crediti, e inoltre, la partecipazione a operazioni di capitalizzazione.

Il personale e il management risulteranno più colpiti nel caso di crisi. Sicuramente il management sarà sostituito, poiché ritenuto parte in causa della situazione in cui versa l'impresa, ma in compenso godranno di maggiori previdenze legislative. Anche nel caso in cui il manager sia un azionista sarà rimosso dalla carica. Il *turnaround* da crisi, in pratica, risulta molto più oneroso

¹⁶ S.Slettaer e D.Lovett, *Corporate Turnarounds*, tratto da *Il turnaround Management* di Mario Masciocchi, Il Sole 24 Ore, Milano, ottobre 2007.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

sia per un maggiore livello di negoziazione, che per sacrifici necessari per raggiungere la finalità che si persegue, cioè il ritorno alla creazione di valore da parte dell'impresa.

Sia gli studiosi, che gli operatori attivi nel settore, suddividono l'intera procedura di ristrutturazione aziendale in fasi o *milestone*.

Ciò risulta necessario, non solo da un punto di vista logico per una migliore esposizione dell'operazione, ma per necessità di ingegnerizzazione e pianificazione del progetto di *turnaround*.

Inoltre, costituisce un importante strumento di comunicazione nei confronti degli *stakeholder*.

Le varie fasi vengono suddivise secondo due modelli: il primo su base temporale e di contenuti e, il secondo come sequenza di metodologie funzionali.

Base temporale contenuti

- Riconoscimento del declino/crisi e cambio di leadership
- Valutazione/analisi e scelta fra diverse opzioni per il turnaround
- Stabilizzazione della crisi
- Ristrutturazione finanziaria e negoziazione con gli stakeholder
- Riorganizzazione e rinnovamento strategico e gestionale
- Recupero o rilancio sostenibile nel tempo e nuova creazione di valore.

Sequenza di metodologie funzionali

- Management della crisi
- Riorganizzazione societaria
- Gestione strategica
- Ristrutturazione finanziaria e del controllo di gestione
- Cambiamento delle risorse umane

Per il successo di un'operazione di ristrutturazione aziendale, vi sono dei fattori ritenuti fondamentali. In primis il fattore tempo, bisogna riuscire a presentare un piano di turnaround valido nel più breve tempo possibile e i risultati concreti devono manifestarsi entro 12-18 mesi. Successivamente, vi deve essere una

discontinuità a livello organizzativo di un certo rilievo, che riguardi l'impresa a tutti i livelli più rilevanti, secondo una logica di fondo già espressa prima, cioè anche qualora possa dipendere da fattori esogeni, vi è sempre secondo quella che è più una convinzione, un concorso di colpa da parte del management.

È poi necessario intervenire su tutte quelle che sono le componenti più rilevanti del modello di business, in quanto non si può avere una visione miope e intervenire solo sulle aree ritenute più malate, ma è l'intero sistema aziendale che deve essere curato, riportandolo su adeguati livelli di competitività e produttività. Inoltre, bisogna mantenere concentrato il sistema clienti/dipendenti/fornitori su quelli che sono i punti di forza ancora insiti nel sistema aziendale, con un continua comunicazione e garantendo con gli stakeholder una visione condivisa sul futuro dell'impresa. Infine, bisogna mantenere sempre un atteggiamento vincente, e ribaltando le concezioni che si sono create sull'impresa e rilanciandone la fiducia nel sistema economico.

Uno dei fondamenti su cui si basa una strategia di *turnaround* di successo e quello di scaglionare nel tempo gli obiettivi generali e individuali, e definendoli in maniera adeguata, ma questa regola è valida a livello generale non solo in queste operazioni.

2.3 Gli attori del turnaround

Si analizzano in questo paragrafo gli attori più importanti nel processo di *turnaround*, in primo luogo analizziamo il consiglio di amministrazione.

Il consiglio di amministrazione gioca un ruolo fondamentale, poiché lo stato in cui versa l'impresa è dipendente anche dalle scelte di questo organo, in quanto se è inadeguato, potrebbe intervenire per sostituire i vertici dell'azienda quando è ormai a un passo dall'insolvenza. Nel caso in cui invece sia composto da validi

membri, questi, se allertati della situazione, potrebbero diventare catalizzatori del cambiamento.

Un ruolo importante è svolto dagli amministratori indipendenti, che dovrebbero, data la loro indipendenza, effettuare le scelte migliori per l'impresa, e quindi intervenire per dare inizio alla ristrutturazione aziendale. Purtroppo, di frequente, questa indipendenza è solo sulla carta, come dimostrano il caso Enron in cui ben 11 amministratori su 15 erano indipendenti, ma hanno deliberatamente ignorato, nei tre anni precedenti il collasso, i segnali di crisi, o ancora il caso Parmalat in cui su 12 consiglieri, 5 erano indipendenti, ma tre si scoprì essere collegati alla famiglia Tanzi in altri Business e gli altri 2 erano in carica nel CDA da più di dieci anni.¹⁷

Una volta avviata la fase di *turnaround*, anche se non si fosse rivelato valido, non conviene perseguire una totale sostituzione del CDA, conviene, invece, andare a sostituire i membri più legati al precedente regime. Questo perché dato il loro bisogno informativo andrebbero a distrarre il management dalla gestione operativa, mentre così facendo saranno i membri non sostituiti a rispondere a questo bisogno.

Converrà, inoltre, che fra i nuovi membri siano inseriti dei professionisti in grado di colmare dei campi professionalmente scoperti, e/o ancora conviene inserire dei soggetti esterni all'impresa che abbiano esperienza nel settore come ad esempio un *ex-competitors*. Potrà risultare necessario detenere membri della precedente gestione, per fornire informazioni della storia aziendale, e per la loro esperienza nella gestione dei rapporti con gli *stakeholder*.

Analizziamo ora quello che è l'attore principale nel processo di *turnaround* e di rilancio dell'impresa, l'amministratore delegato o, come viene chiamato in questo ambito il Turnaround manager. Secondo quella che è la prassi diffusa,

¹⁷ Mario Masciocchi, *il turnaround management come recuperare e rilanciare le aziende*, Il Sole 24 Ore, Milano, ottobre 2007.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

una volta accertato lo stato di crisi, il primo passo da compiere è quello di operare un cambio di questo organo della gestione aziendale.

Una questione di non poco rilievo è quella relativa al soggetto che deve compiere questa scelta, normalmente essa ricade nelle funzioni del CDA.

Come visto in precedenza, questa scelta può essere presa da uno degli amministratori indipendenti, se il CDA non risulta abbastanza determinato e/o indipendente.

Sempre più spesso, però, questa scelta viene decisa dagli *stakeholder* esterni, soprattutto nel caso di intervento di un investitore istituzionale, come nel caso di un fondo di *private equity*, che spesso opera la scelta insieme alla banca d'affari che lo rappresenta. Un'altra tipologia di *stakeholder* esterni che influenza tale scelta, sono gli istituti finanziari, che utilizzano come leva, il mancato rinnovo dei finanziamenti concessi.

Questa influenza da parte di soggetti esterni, se eccessiva può causare una riduzione del grado di libertà, portando al perseguimento di obiettivi, all'interno dell'azienda, non inerenti ad essa.

Infine, bisogna andare a effettuare questa scelta puntando al soggetto che meglio risponde ai bisogni dell'impresa.

Più facile a dirsi ma difficile a farsi! La prima scelta è fra un soggetto esperto del settore o un soggetto con specifiche competenze e background relativo a operazioni di *turnaround*, senza esperienza del settore. Dipende ovviamente dalle variabili dei vari casi delle aziende, ma risulta la soluzione solitamente migliore quella di affidarsi a un esperto di *turnaround*, data la capacità di gestire meglio un'operazione così delicata. È dalla sua capacità multisettoriale che deriva la rapidità con cui è in grado di assimilare le variabili chiave dei vari settori in cui deve operare.

Inoltre, il turnaround manager, deve avere una capacità di immediata risposta ai problemi forti che deve affrontare.

In ogni caso una visione schematica del turnaround manager è una visione troppo limitata, in quanto è fondamentale, come già detto, l'azienda e il suo

mercato. È inoltre poco realistica nei casi di imprese di grandi dimensioni in cui vi sono business che attraversano fasi del ciclo di vita differenti.

Risulta importante quella che è “la capacità di execution” (fare), che è la capacità di cui ogni buon manager non può fare a meno. Oggi, si sta puntando di più, non verso un unico soggetto, ma verso un gruppo, in quanto composto da diversi skills e approcci manageriali, con il vantaggio, che i vari componenti possono essere usati per rispondere al meglio nelle varie fasi del processo.

Altro importante gruppo di attori di queste operazioni sono gli *stakeholder*, con questo termine si intende designare tutti quei soggetti che hanno una posizione di interesse nei confronti dell'impresa. La gestione di essi da parte del management rappresenta una fase critica di rilievo del proprio lavoro.

All'interno di questo gruppo troviamo: azionisti e investitori, banche ed enti finanziatori, obbligazionisti, dipendenti, i rappresentanti sindacali, clienti, fornitori e altri creditori, ed eventuali enti pubblici di regolamentazione e disciplina del mercato.

Ogni sottogruppo a un suo grado di importanza rispetto a quella che è la situazione, ed inoltre, variano gli obiettivi che perseguono a differenza dei casi e, quelle che sono le possibili tensioni che si possono creare fra essi.

Gli azionisti sono portatori di interesse molto variegati al loro interno.

Banche, enti finanziatori, e obbligazionisti hanno come principale obiettivo la massimizzazione del recupero della loro esposizione. Le banche, se riunite in un sindacato o consorzio, diventano un interlocutore di più complicata gestione, inoltre dispongono di negoziatori e consulenti di un certo rilievo, in grado di esigere dall'impresa il massimo grado di informazione e di valutarne il contenuto in profondità. Essi sono fra gli *stakeholder* coloro che possono subire le perdite maggiori, tutto ciò gli dà un potere contrattuale forte.

Dipendenti e i loro rappresentanti puntano alla salvaguardia dei posti di lavoro e i sindacati, in particolar modo, dei dipendenti di base.

Infine, clienti e fornitori sono in una posizione meno critica e hanno interesse in una continuità aziendale, ma allo stesso tempo ricercano possibili sostituti dei loro flussi commerciali.

Una buona gestione di questa rete, permea, soprattutto, sulla capacità di comunicazione dell'impresa, in quanto, ogni *stakeholder* ha aspettative differenti, oltre che una differente visione aziendale.

Ruoli sempre più rilevanti sono assunti, all'interno del processo di turnaround, dai consulenti professionali, che sempre di più riescono a rispondere alle esigenze delle imprese e degli attori all'interno di questo processo.

2.4 *L'Azienda target*

In Italia, rispetto ad altri mercati finanziariamente più evoluti, l'individuazione dell'impresa target è uno dei principali problemi.

In mercati come Gran Bretagna e Stati Uniti, sono gli stessi manager o imprenditori a ricercare un partner, e a fornire le opportunità di investimento agli operatori, mentre in Italia la ricerca delle possibilità di investimento ricade esclusivamente sui fondi, che devono ricercare le opportunità di investimento con un dispendio di risorse, ciò deriva dalla poca conoscenza di questi strumenti da parte delle aziende.

Caratteristica essenziale per gli operatori, affinché si generi nei loro confronti un flusso sistematico di opportunità, è la *track record*, cioè il numero di operazioni effettuate in uno specifico mercato, valutate anche qualitativamente.

Ricordando quelle che sono le finalità del *private equity*, cioè il raggiungimento di elevati tassi di rendimento su un orizzonte di medio periodo, andiamo ad analizzare l'impresa target. Si vanno a prediligere normalmente imprese dinamiche con elevati tassi di crescita, con obiettivi chiari e ben definiti.

Fra le varie operazioni, le caratteristiche dell'impresa target hanno un'elevata variabilità. Per quanto riguarda il *turnaround*, sono oggetto di queste operazioni imprese in situazione di difficoltà economico finanziaria, che hanno notevoli possibilità di recupero, soprattutto è importante, in queste operazioni, il patrimonio immateriale dell'impresa.

Vi sono due elementi che l'investitore considera sempre nelle sue scelte di investimento, e sono la tipologia di business e il posizionamento strategico competitivo. Per la valutazione dell'impresa target, risulta essere rilevante, ma in misura minore rispetto alle altre operazioni, la figura dell'imprenditore e del management, in quanto l'imprenditore-manager può essere coinvolto emotivamente, fino a non riuscire a scorgere anche problemi banali, in ogni caso spesso il management, come detto, viene sostituito in questo genere di operazioni.

Sul piano strategico esistono tre aree su cui si pone in particolar modo l'attenzione dell'investitore istituzionale: la dimensione del mercato, la strategia di mercato, e il piano di marketing.

La dimensione del mercato serve a quantificare la quota di mercato potenziale. Per quanto concerne la strategia, aiuta l'investitore a capire dove l'impresa vuole arrivare, e congiuntamente con la dimensione del mercato a capirne le potenzialità. Infine il piano di marketing serve a descrivere le azioni che si compiono per raggiungere il livello di vendite prospettato.

Nelle operazioni nella fase di *turnaround*, il prodotto dell'impresa assume un ruolo di minor rilievo per la valutazione dell'impresa, rispetto alle operazioni nella fase di *early stage*, in cui questo invece risulta avere un rilievo maggiore.

2.5 *Valutazione dell'azienda target*

Più che la valutazione dell'impresa target preferisco utilizzare in questo accenno il termine investimento, il quale poggia su diversi fattori. Primo fra tutti la presenza di un *business plan* valido e, ovviamente, su altri fattori come il posizionamento competitivo, la *swat analysis*, la struttura economica e finanziaria storica e relative normalizzazioni, la struttura finanziaria dell'operazione, e infine ovviamente sul prezzo e la valutazione della *target*.

2.5.1 Il business plan

Il business plan è lo strumento principale e indispensabile per effettuare l'analisi e la valutazione sull'impresa obiettivo, esso illustra le intenzioni strategiche, le strategie competitive, le azioni da compiere per raggiungere gli obiettivi delineati, l'evoluzione prospettica del valore dei key drivers, e dei risultati economici e finanziari attesi. Questo è fondamentale non solo per l'investitore istituzionale, che lo utilizza per valutare quelle che sono le potenzialità, ma anche per il management e per lo stesso consiglio di amministrazione per svolgere in maniera efficace il ruolo di indirizzo e controllo. La struttura del business plan risulta oggi standardizzata, per rispondere e per fornire informazioni chiare e semplici e, in ogni caso, non deve presentare lacune per una adeguata esplicazione delle problematiche chiave. Per l'investitore istituzionale giocheranno un ruolo chiave per la scelta di investimento “la sostenibilità finanziaria” (che viene considerata sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo delle fonti di finanziamento), “la coerenza” (cioè che le componenti siano tra loro connesse da un punto di vista causale quindi vi deve essere coerenza fra le intenzioni strategiche, il piano di azione, e i dati prospettici), “l'attendibilità” (basato su ipotesi giustificate e coerenti con la realtà), “compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo” (vi deve essere un riscontro con quelle che sono le dinamiche del settore di riferimento),

“confrontabilità con i risultati storici” (in questo caso si va a vedere lo scostamento con le performance storiche per osservare quanto siano ambiziosi gli obiettivi posti e se eccessivi devono essere posti dei chiarimenti), “visibilità dei dati previsionali” (questo sta a indicare qual è la probabilità che si realizzino le previsioni del piano), in fine si compie l’analisi di sensitività , che riveste un ruolo di rilievo in quanto fornisce le prospettive delle variabili economico-finanziarie in relazione ai diversi scenari ipotizzabili. Ciò permette l’individuazione delle variabili critiche, cioè quelle variabili che hanno la maggiore influenza sulla possibile creazione o distruzione di valore.

2.5.2 La definizione del prezzo

Ho preferito indicare questo paragrafo con questo titolo in quanto la valutazione rappresenta il reale valore dell’azienda ma non è il reale dato che interessa all’investitore di private equity in quanto quello che interessa ad essi è il prezzo che pagheranno per effettuare l’investimento che andrà a incidere sull’IRR, questa differenza viene evidenziata in particolar modo nella teoria di valutazione d’azienda.

Queste due grandezze sono influenzate per la maggior parte dalle medesime variabili, ma a causa di alcune può capitare che esse siano discordanti. Fondamentalmente, esse sono variabili non oggettive che influenzano il prezzo, come ad esempio il potere contrattuale delle parti.

Per la definizione del valore dell’impresa, che rappresenta il punto di partenza dal quale andare a definire il prezzo, è possibile utilizzare tre diversi strumenti: il metodo del discounted cash flow, il metodo dei multipli e il Venture capital method.

Discounted cash flow

Questo metodo definisce il valore dalla determinazione dei flussi di cassa prospettici dei futuri 5 o 10 periodi, ovviamente attualizzati a un tasso opportuno, e sommati, stornato per la partita finanziaria netta, sommata se positiva e sottratta se rappresentante debito. I passaggi per il suo calcolo sono sostanzialmente due, la definizione dei flussi e quello relativo alla determinazione del tasso di attualizzazione. Per la definizione dei flussi si parte dall'EBIT, che in assenza della gestione straordinaria e finanziaria rappresenta un utile ante imposte, viene ridotto della parte di utile destinata al pagamento delle tasse, e risulta essere il Nopat (utile operativo netto dopo la tassazione)

Al NOPAT vanno poi sommati quelle uscite di cassa che vengono contabilizzate ma non hanno rappresentato un reale deflusso di risorse finanziarie dall'impresa, come ad esempio gli ammortamenti. Al NOPAT vengono anche sottratti gli investimenti in immobilizzazioni tecniche, o aggiunti se disinvestimenti, e le variazioni del capitale circolante netto.

Questo valore una volta attualizzato al tasso di sconto andrà a determinare il Valore Attuale Netto.

Il tasso di attualizzazione viene determinato utilizzando il WACC (weight average capital cost), cioè il costo medio ponderato del capitale, che è il tasso al quale l'impresa deve remunerare i suoi finanziatori, o ancora, la remunerazione che il capitale deve avere se investito in un'attività con il medesimo livello di rischio.

Ed infine vi è il valore residuo dell'impresa, che ovviamente deve rientrare nel calcolo del valore dell'impresa, in quanto il valore non può essere solo basato su 5-10 flussi di cassa. Esso rappresenta il valore più incerto e aleatorio, in quanto, lo si calcola partendo dall'ultimo flusso di cassa e applicando la formula della rendita perpetua.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Metodo dei multipli

Questo metodo risulta quello più utilizzato da gli operatori di *private equity*, per la sua semplicità, immediatezza, e identificabilità delle variabili. Il calcolo può effettuarsi basandosi su: fatturato (sales), margine operativo lordo (EBITDA), risultato (EBIT). Questi valori saranno poi rapportati all'EV (*enterprise value*), per *enterprise value* si intende il valore totale dell'impresa comprensivo di equity e debito finanziario. I multipli calcolati se considerati singolarmente non hanno un valore, solo qualora vengano comparati a quelli relativi ai principali competitor ci daranno l'informazione ricercata .

Venture capital method

Esso si basa sulla valutazione a priori dei flussi di cassa, e attribuendo all'impresa un valore finale di disinvestimento, che si individua attraverso il metodo dei multipli. Il valore finale viene poi scontato a un tasso compreso tra il 30% e il 70%, ovviamente questo valore è dipendente al rischio specifico dell'investimento. Il *venture capital method* si basa sulle potenzialità del business e fa dipendere il valore riconosciuto all'impresa dal rendimento atteso da parte dell'operatore.

La gestione del Turnaround e impatto della Riforma Fallimentare

3.1 Gestione delle operazioni di turnaround

Il processo di turnaround è un processo che si sviluppa su diverse fasi, che partono dall'identificazione della crisi, con una sua diagnosi attraverso un'analisi di bilancio, e da questi dati si stabilisce se è possibile effettuare l'operazione di turnaround. Se ciò è possibile solitamente sarà utilizzato uno degli strumenti messi a disposizione dalla normativa fallimentare italiana volti alla continuità aziendale: concordato preventivo, accordo di ristrutturazione, piano di risanamento.

Inquadrando il processo in maniera più dettagliata, una volta definito uno degli strumenti normativi, vi sarà una fase preliminare composta da l'accordo di *standstill* e dalla erogazione di un eventuale finanza, vi sarà dopo lo sviluppo del piano, formato da l'esplicitazione delle strategie e dalla manovra finanziaria, e infine, l'implementazione del piano.

Ma queste rimangono delle considerazioni molto teoriche, in quanto le varie fasi avvengono molto spesso in base alla contingenza operativa, e non necessariamente secondo una logica predeterminata.

Infatti, di frequente, al momento dell'accordo di *standstill*, il piano è già definito nelle sue parti più generiche, e vi è già stata una scelta su quale istituto giuridico utilizzare.

Come più volte sottolineato, e per l'analisi compiuta, il processo di *turnaround* è un intervento particolarmente complesso, sia per il numero di attori presenti, che per le numerose variabili in gioco, ed è inoltre velato da una certa aleatorietà sulla sua riuscita. Inoltre risulta essere un'operazione che ha bisogno di un

intervallo di tempo di medio-lungo periodo.

I fattori critici di questo processo che necessitano di una rilevante attenzione, ma che risultano solo parzialmente influenzabili dal management, sono il coordinamento dei creditori, le modalità di rinegoziazione, la richiesta di nuova finanza.

Per quanto concerne il coordinamento dei creditori, in primo luogo, occorre evidenziare come essi giocano un ruolo da protagonisti, in quanto è fondamentale per intraprendere il percorso di risanamento la loro collaborazione.¹⁸ In questo particolare caso, il management ha pochissime leve di gestione dell'impresa, poiché essa versa in uno stato estremamente delicato e fragile. Il problema nasce dalla scarsa disponibilità di risorse, e non è possibile soddisfare con esse le posizioni di tutti i creditori. Inoltre ognuno di essi, con gli strumenti a disposizione, tenterà di far leva per imporre i propri personali interessi, in contrasto con quelli degli altri creditori, al fine di ridurre le proprie posizioni. Trovare una posizione di equilibrio in questo contesto non è assolutamente semplice, ed è normale che gli accordi con i vari creditori differiscano pur nel rispetto delle norme.

La modalità di rinegoziazione del debito come detto è un altro fattore critico, in quanto, l'esito positivo dell'operazione non è dipendente esclusivamente dal piano di turnaround, ma è fondamentale la disponibilità a concedere dilazioni o rifinanziamenti da parte dei creditori.

Il management dunque deve quindi formulare delle proposte appetibili che non siano orientate esclusivamente alle esigenze dell'azienda, ma anche a quelle dei creditori.

Il successo dell'operazione è legato anche all'erogazione di nuova finanza, soprattutto in settori che richiedono investimenti frequenti. Questa necessità va a creare una situazione di impasse, nella quale per rientrare dalla posizione di

¹⁸ Marco Fazzini, *Turnaround Management*, Niccolò Abriani, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, Milano, 2011

indebitamento è necessario indebitarsi ancora.

3.2 La riforma fallimentare: impatto sulle operazioni di turnaround

La legge Fallimentare italiana, fu emanata nel 1942 con il Regio Decreto n.267, e si fonda sul concetto per cui un' impresa, se insolvente¹⁹, doveva essere espulsa dal mercato, e il patrimonio della società liquidato al fine di ripagare, per quanto possibile, i creditori, seguendo un rigido schema di trattamento dei creditori, distinti in privilegiati e chirografari, in base al tradizionale principio della *par condicio creditorum*.

Il fallimento era quindi un trattamento in un certo qual modo sanzionatorio nei confronti dell'imprenditore che avesse dimostrato di non riuscire a gestire in maniera quantomeno adeguata la propria attività.

Questa normativa non garantiva inoltre di poter compiere delle operazioni che permettessero di salvare l'impresa in quanto le operazioni ordinarie e straordinarie messe in atto nel periodo precedente la dichiarazione di fallimento, rispettivamente nei 12 mesi e nei 24 mesi, potevano essere dichiarate nulle sempre sulla base del principio della *par condicio creditorum*.

Quindi sulla base di questa normativa le ristrutturazioni aziendali non hanno goduto in questo periodo del favore dei Tribunali fallimentari.

Questo atteggiamento era dovuto al fatto che i piani di ristrutturazione, anche se compiuti in buona fede, venivano considerati idonei a distrarre il patrimonio dalla sua funzione di garanzia e soddisfazione dei creditori e a diminuire il valore

¹⁹ Il concetto di "insolvente" e di "insolvenza" è quello mutuato dall'art.5 del Regio Decreto 267/1942, in cui si legge che versa nello stato di insolvenza l'imprenditore che non sia più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

aziendale.

Inoltre amministratori e consulenti che hanno in passato tentato ristrutturazioni che si sono rivelate infruttuose o dannose per l'impresa, hanno poi subito accuse per violazione di norme penali in materia di bancarotta semplice o fraudolenta.

A partire dagli anni settanta vi è stato un importante cambiamento di prospettiva a seguito dell'emanazione della "Legge Prodi", il D.L. n.26 del 30 gennaio 1979, che ha introdotto la disciplina dell'amministrazione straordinaria, teso a disciplinare il salvataggio e la ristrutturazione di grandi gruppi industriali in crisi. Tuttavia, questa tipologia di procedure sono state considerate dalla giurisprudenza delle eccezioni al generale impianto della Legge Fallimentare, in quanto non veniva considerata una valida alternativa al tradizionale ricorso della dichiarazione di insolvenza e all'obbligata liquidazione dell'impresa.

Oggi questo orientamento risulta ampiamente superato a partire dalla riforma della Legge Fallimentare del 2005.

La riforma della legge fallimentare italiana è il risultato di due interventi legislativi, il D.L. n.35 del 14 marzo 2005, convertito in legge n.80 il 14 maggio dello stesso anno e successivamente il D.lgs. n.5 del 9 gennaio del 2006.

Per quanto riguarda il D.L. n.35, ha introdotto tre fondamentali novità tese ad attenuare la posizione debitoria :

- regole meno restrittive per quanto riguarda l'annullamento degli atti compiuti nel cosiddetto "periodo sospetto" anche per quanto riguarda i tempi di suddetto periodo.
- regole meno restrittive nell'ambito dei requisiti che un'impresa deve soddisfare per poter essere ammessa alla procedura di concordato preventivo, in particolar modo è stato abrogato il requisito riguardante l'obbligo di ripagare almeno nella misura del 40% i creditori chirografari.
- Per la prima volta possono essere formalmente riconosciuti dai Tribunali Fallimentari gli accordi privati di ristrutturazione stipulati fra l'imprenditore

e i suoi creditori in presenza di particolari circostanze²⁰.

Mentre il D.lgs. n. 5 del 9 gennaio del 2006 ha introdotto tre fondamentali novità tese a consentire una maggiore autonomia d'intervento, finalizzata a garantire la continuità dell'impresa :

- È stata abrogata la procedura di amministrazione controllata;
- Le nuove norme riguardanti il concordato preventivo sono state estese al concordato fallimentare.
- Per quanto riguarda la figura del curatore fallimentare, sono previste norme meno restrittive relativamente alla possibilità di continuare a condurre l'attività sulla base di una massima conservazione dell'avviamento, tramite l'assunzione di manager ad hoc ed tramite affitto di azienda appartenente all'impresa insolvente.

Questi interventi vanno a dimostrare quella che è la volontà del legislatore di favorire soluzioni differenti della crisi aziendale, rispetto al tradizionale fallimento, basate sull'accordo tra le parti.

Lo scopo della normativa è quindi completamente mutato, si è passati come abbiamo detto dal fine di espellere l'imprenditore e l'impresa divenuti insolventi dal mercato, a quello di salvare il nucleo sano dell'impresa e di restituirla al mercato, libera dai suoi debiti.²¹ Già prima della riforma, debitori e creditori hanno tentato di evitare il ricorso alle procedure fallimentari, cercando invece soluzioni di tipo convenzionale. Va in ogni caso sottolineato che le tradizionali procedure concorsuali risultavano troppo rigide, lente ed inutilmente costose relazionandoli con quelli che erano i risultati ottenuti.

Per questo, anche in mancanza di una normativa che permettesse di regolare queste convenzioni le banche italiane si sono basate su modelli di legislazioni

²⁰ Per maggiori approfondimenti si veda il paragrafo riguardante i piani di ristrutturazione

²¹ Maria Rosaria Grossi, Giudice Delegato presso il Tribunale Fallimentare di Milano, da le Soluzioni concordate della Crisi.

straniere ed in particolare del *London Approach*²². Uno dei principi cardini del *London Approach* è quello secondo il quale la prosecuzione dell'attività di impresa, può avvenire solo qualora il valore dell'impresa alla fine del risanamento, risulti superiore rispetto a quello ricavabile dalla liquidazione del suo patrimonio.

Una volta verificato questo presupposto, le banche si impegnano a mantenere le linee di credito per tutto il tempo necessario alla predisposizione del piano, in seguito si analizza il piano e si erogano i finanziamenti necessari a porlo in essere, tutto sulla base del principio della ripartizione proporzionali dei sacrifici economici necessari.

Questi principi sono da poco più di un decennio entrati nel modo di pensare e agire delle nostre banche soprattutto da quando hanno aderito al “codice di comportamento per affrontare i processi di ristrutturazione” emanato dall'ABI ed ispirato proprio al *London Approach*.

A causa del profondo legame fra l'impresa e il sistema bancario, caratteristica che in Italia risulta ulteriormente accentuata, senza la partecipazione delle banche, il superamento della crisi da parte dell'impresa, risulta difficilmente prospettabile.

Ma per scongiurare questa evenienza, è necessario, far sì che l'impresa abbia prospettive di continuità, nel senso che il piano, il progetto facciano ritenere che l'impresa possa recuperare la capacità di stare sul mercato e produrre utili.

Per poter quindi effettuare un'operazione di *turnaround*, è necessario ottenere quindi un accordo fra le parti extragiudiziale, ma tali accordi presentano dei punti critici:

- L'esposizione del patrimonio dell'imprenditore alle azioni esecutive individuali durante tutto il periodo necessario all'attuazione del piano.
- Nel caso in cui il piano fallisca, e venga dichiarato il fallimento, vi è la

²² Si tratta di una sorta di codice di comportamento accettato da tutto il sistema che stabilisce alcune guida in materia di operazioni di turnaround.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

revocabilità di tutti gli atti e di tutti i pagamenti eseguiti, nonché delle garanzie concesse ai creditori, nella piena consapevolezza nello stato di crisi e la non preveducibilità del credito concesso per la realizzazione del piano.

- La responsabilità penale in cui incorrono tutti i soggetti concorrenti per gli atti di disposizione patrimoniale compiuti in piena crisi.
- La responsabilità civile delle banche per concessione abusiva del credito.

Il legislatore è intervenuto per rispondere a queste problematiche che si frapponavano alla realizzazione del turnaround dell'impresa e quindi al suo salvataggio, attraverso l'introduzione di diversi strumenti di soluzione concordata. Le soluzioni offerte dal legislatore come afferma un autorevole autore, il prof. Presti, è varia come è varia la gamma di prodotti offerta da un supermercato e ciascun imprenditore, entrando nel supermercato delle soluzioni concordate, sceglierà il mezzo più adatto alla sua situazione, soprattutto in relazione alla composizione del ceto creditorio e della sua propensione a sostenerlo nel risanamento.²³

Tre sono i nuovi strumenti apportati dal legislatore:

- i piani di risanamento e riequilibrio della situazione finanziaria
- il concordato preventivo, e gli accordi di ristrutturazione dei debiti.
- Vi sono in ogni caso due presupposti che devono essere soddisfatti

Presupposto oggettivo: l'impresa deve essere in stato di crisi, fondamentale è la distinzione da quello che è lo stato di insolvenza che corrisponde alla definitiva e irreversibile cessazione dei pagamenti da parte dell'imprenditore; invece per crisi si intende la temporanea difficoltà da cui consegue un'omessa soddisfazione dei crediti. Infatti, si ritiene che l'aggettivo "irreversibile" qualifichi

²³ Maria Rosaria Grossi, *La soluzione concordata della crisi*, Giudice Delegato presso il Tribunale

Fallimentare di Milano

quelle situazioni che compromettono definitivamente e irrimediabilmente la capacità dell'impresa di essere ancora produttiva e che appaiono inidonee a far prevedere un miglioramento delle condizioni finanziarie dell'impresa. Al contrario situazioni che possono essere ritenute di mera crisi, sono tali da non escludere che l'impresa sia ancora in grado di porvi rimedio, entro un ragionevole periodo di tempo (per esempio, mediante la soluzione di momentanei problemi di *cash flow*).²⁴

Presupposto soggettivo: è la qualità di imprenditore commerciale non piccolo e non agrario

3.2.1 *Piani di risanamento e riequilibrio della situazione finanziaria*

L' art.67, comma 3, lett. "d" della Legge Fallimentare, prevede che gli accordi con i creditori, se seriamente e ragionevolmente studiati per una riorganizzazione dell'attività, godono del favore del legislatore e, pertanto, tali accordi non ricadono nell'ambito della revocatoria, in quanto ovviamente non ci sarebbe alcun incentivo alla loro stipula.

È pertanto possibile studiare, preparare, analizzare e rendere operativo un piano di risanamento e riequilibrio della situazione finanziaria dell'impresa. Qualora, successivamente la società in questione viene dichiarata fallita, gli atti, i pagamenti e le garanzie prestate per effettuare il piano di risanamento non saranno soggette a revocatoria.

Questa disposizione costituisce una novità e permette agli operatori economici di concludere transazioni con società in situazione di crisi, senza temere una revocatoria fallimentare, garantendo inoltre alle imprese di rimanere sul mercato. Il lato più interessante di detto strumento predisposto dal legislatore è quello di

²⁴ Giuseppe Amoroso e Maurizio Bernardi, *La riforma fallimentare in Italia: l'impatto sulle operazioni di turnaround*, in quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, AIFI, Milano, aprile 2007.

poter superare lo stato di crisi senza passare attraverso un provvedimento giudiziale, consentendo inoltre di mantenere una certa riservatezza sulla situazione reale in cui versa l'impresa.

Il legislatore con questa norma permette di escludere quindi dall'azione di tutela della revocatoria le operazioni poste in essere, per attuare i piani di turnaround. Secondo quanto afferma S. Fortunato, è questa esenzione, più di altre, espressione del nuovo spirito della legge, volto a favorire soluzioni concordate della crisi dell'impresa, poiché in questo caso il tasso di negoziabilità è altissimo.²⁵

Va in ogni caso sottolineata una importante differenza con il concordato preventivo, in quanto questi accordi non godono delle moratorie di ogni azione esecutiva individuale,

né del divieto in capo al debitore del pagamento dei debiti pregressi.

I piani intesi nell'articolo in questione non devono avere necessariamente natura contrattuale, il piano può essere predisposto anche con misure prese unilateralmente dall'imprenditore e avallate dal revisore contabile.

Questo però può avvantaggiare il creditore che dispone di maggiore potere contrattuale, poiché non vi è alcun controllo esterno né da parte del giudice, né da parte degli altri creditori, che in ogni caso può mettere largamente in discussione detti piani.

Da ciò particolare attenzione va quindi posta alla stipula dell'accordo da momento che si possono verificare degli abusi, dato dal fatto che inoltre il revisore non è nominato attraverso un meccanismo che garantisca il livello delle sue capacità.

Va sottolineato però come nel caso italiano, per quanto detto precedentemente, non possono prescindere da un accordo preventivo almeno con le banche anche perché dovranno erogare nuovi finanziamenti e prevedere una riduzione del proprio debito. Gli altri creditori possono anche non essere coinvolti visto che

²⁵ Maria Rosaria Grossi, opera citata

non stiamo effettuando una ristrutturazione dei debiti ma un risanamento della posizione debitoria che prevede la quasi integrale soddisfazione dei crediti.

Per quanto riguarda il contenuto di simili accordi, va chiarito che non hanno fini liquidatori, ma soprattutto di riequilibrio della posizione debitoria, e la non revocabilità in sede fallimentare rappresenta, secondo la giurisprudenza, la “ricompensa” per i creditori per aver posposto il loro soddisfacimento o rifinanziato l’impresa, permettendo di perseguirne il risanamento.

In caso di abuso, i creditori potrebbero opporsi all’accordo tramite l’azione di simulazione.

Oppure, impugnando gli accordi e dimostrando tramite prova l’inadeguatezza degli atti posti in essere per perseguire le finalità degli accordi, o utilizzando l’azione revocatoria ordinaria o di annullamento per tentare di vanificare eventuali abusi tra creditore e debitore derivanti dall’accordo.

3.2.2 Concordato preventivo

Il concordato preventivo è stato riformato con l’emanazione del D.L. n. 35 del 14 marzo 2005, convertito in legge il 14 maggio del 2005, n.80.

Il concordato è la più tradizionale procedura alternativa al fallimento

Questa figura risulta profondamente rinnovata, in quanto si è inteso ridimensionare l’intervento degli organi giuridici, accentuandone la natura negoziale e riducendone le condizioni di ammissibilità, sopprimendo quelle legate alla figura dell’imprenditore.

Uno dei fini perseguiti dalla riforma è il rilievo attribuito alla contrattazione fra debitore e creditore, in quanto è ritenuto il mezzo migliore per il superamento della crisi d’impresa.

Prima della riforma, questa procedura concorsuale era tesa a evitare il fallimento dell’imprenditore insolvente in possesso di determinati requisiti di “meritevolezza”, tramite una proposta capace di soddisfare integralmente i creditori privilegiati e i chirografari nella misura non inferiore al 40% dei crediti e nel rispetto della *par condicio creditorum*.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Il legislatore è intervenuto su questa figura per darle una più ampia funzione, che è quella di sistemare la posizione debitoria dell'imprenditore insolvente o anche in semplici difficoltà finanziarie, proponendo ai creditori, oltre che un soddisfacimento attraverso la liquidazione degli asset aziendali, anche una continuità dell'impresa con una sistemazione della sua posizione debitoria.

Questo obiettivo viene realizzato attraverso la ricerca e il raggiungimento di un nuovo equilibrio economico-finanziario, spesso accompagnato da un cambiamento anche dei vertici che si occupano della gestione.

Si prevede quindi una maggiore autonomia, permettendo di non utilizzare solamente delle strutture rigide quali la liquidazione del patrimonio o fornendo garanzie sui pagamenti, ma utilizzando un' offerta modulata, tramite l'impiego degli strumenti più vari e inoltre permette di stabilire il livello di soddisfazione dei creditori.

Questo istituto fornisce ampi benefici all'imprenditore in possesso dei requisiti soggettivi ed oggettivi necessari per accedervi. L'imprenditore gode di un regime di favore dato l'effetto protettivo e quello esdebitativo, oltre a garantirgli durante tutto il periodo della procedura, il mantenimento della disponibilità e la conduzione dell'impresa.

L'effetto protettivo dal momento in cui viene depositato il ricorso volto ad ottenere l'ammissione al concordato, esclude la possibilità ai creditori di proporre ricorsi cautelari nei confronti del patrimonio del debitore, né azioni esecutive.

Questa rappresenta, una prima differenza rispetto ai piani stragiudiziali, che invece risultano esposti a questa evenienza.

L'effetto esdebitativo si raggiunge qualora il concordato viene omologato dal Tribunale e produce la liberazione del debitore di tutti i debiti residui, escludendo la possibilità per i creditori di agire per il recupero del credito rimasto non soddisfatto sulla base del concordato.

Per quanto riguarda la disponibilità sul patrimonio e l'amministrazione d'impresa è soggetta al controllo da parte del commissario e rimane rispetto alla

precedente normativa il bisogno dell'autorizzazione da parte del giudice delegato per gli atti di straordinaria amministrazione per essere opponibili alla massa dei creditori.

Ovviamente per rendere operativo il piano si accompagna l'esenzione dalla revocatoria degli atti, dei pagamenti e delle garanzie concesse per l'attuazione del concordato omologato(art.67, terzo comma, lett.e) e dei pagamenti di debiti liquidi ed esigibili eseguiti alla scadenza per ottenere la prestazione dei servizi strumentali all'accesso alla procedura (art. 67, terzo comma lett.g) vi è inoltre la prededucibilità dei crediti sorti in occasione o in funzione della procedura stessa (art.111, secondo comma). Questa procedura risponde in maniera più esaustiva ai rischi connessi invece ai piani stragiudiziali.

Il concordato sulla base del ridotto potere di intervento del Tribunale risulta essere un contratto fra debitore e creditore.

Per quanto riguarda le condizioni di ammissibilità sono stati eliminati rispetto alla normativa precedente tutti i requisiti soggettivi di "meritevolezza" legati alla persona dell'imprenditore ovviamente non piccoli e non agrari.

Requisito necessario per accedere al concordato preventivo è rappresentato dallo stato di crisi. Nella normativa fallimentare con "stato di crisi" si è inteso specificare anche lo stato di insolvenza, in quanto con questa dicitura si intende qualsiasi fenomeno di difficoltà economico-finanziaria del debitore.

Altro presupposto per l'ammissione al concordato preventivo è costituito dalla presenza del piano concordatario contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta, la riforma inoltre non pone limiti agli strumenti utilizzabili.

Il piano deve essere in ogni caso accompagnato dai documenti concernenti la situazione finanziaria e patrimoniale dell'azienda e da una relazione redatta da un esperto che va a rappresentare l'unica garanzia per i creditori in quanto certifica la veridicità dei dati e la fattibilità del piano.

Dopo l'apertura della procedura viene nominato dal tribunale un commissario giudiziale che effettua un controllo di regolarità e legittimità e inoltre effettuerà

un esame sulla situazione dell'impresa, e sul piano per fornire informazioni non di parte ai creditori.

Inoltre se rivelasse un comportamento fraudolento da parte dell'imprenditore o l'infattibilità del piano, deve riferire al tribunale per la dichiarazione di fallimento.

Il concordato a due fini, la ristrutturazione del debito e la soddisfazione dei creditori, questi possono essere raggiunti tramite la più ampia libertà di forme dato dalla connotazione contrattualistica dell'istituto che permette una soluzione il più possibile confacente a la situazione.

La più importante novità è l'introduzione della possibilità di suddividere i creditori in classi, rispettando un criterio di omogeneità e di interessi economici in ciascuna di esse. Questo permette al debitore di rispondere in maniera più efficace ai vari interessi delle diverse classi, in ogni caso rappresenta un'attenuazione del principio della *par condicio creditorum*.

Inoltre è stata prevista la possibilità di *falcidia concordataria* anche per i crediti privilegiati, purchè il piano non prevede una soddisfazione in misura inferiore a quella realizzabile, ovviamente questo comporta una partecipazione di essi all'adunanza dei creditori per votare sulla proposta concordataria. Il creditore privilegiato avrà diritto di voto per la parte degradata a chirografo.

Nel caso in cui vi sia una suddivisione in classi, nella fase di ammissione il tribunale procederà anche a un controllo sul rispetto dei criteri di formazione delle classi, per evitare che la suddivisione sia strumentale al raggiungimento della maggioranza richiesta per l'approvazione del concordato.

Le novità apportate alla norma ne ha prodotto un aumento di domande di ammissione alla procedura.

3.2.3 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti

Gli accordi di strutturazione dei debiti secondo la dottrina maggioritaria, costituirebbero dei contratti di diritto privato conclusi fra il debitore e una parte

dei suoi creditori, del tutto autonomi rispetto al concordato preventivo.²⁶ La conseguenza più rilevante di tale accordo e che non ha alcun effetto remissorio per i creditori che non prendono parte all'accordo, quindi devono essere integralmente soddisfatti, ciò deriva dalla normativa riguardante i contratti. Per quanto concerne i requisiti, non vengono specificati dalla norma ma si ritiene che è applicabile solo qualora il debitore sia un imprenditore commerciale non piccolo e non agrario e che versi nello stato di crisi.

L' art.182 bis della legge fallimentare statuisce che il debitore deve presentare, con la dichiarazione e la documentazione secondo l'art. 161 della medesima legge, un accordo che coinvolga nella ristrutturazione almeno il 60% dei creditori totali del debitore senza distinzione di sorta, insieme a una relazione di un esperto sulla fattibilità dell'accordo, volto soprattutto alla tutela della soddisfazione dei creditori estranei all'accordo.

L'accordo può proporre sia l'utilizzo degli strumenti previsti all'art.161 che strumenti ulteriori. Presenta rispetto al concordato preventivo un limite, in quanto non possono incidere sui creditori estranei, ma allo stesso tempo una maggiore possibilità di adattamento, poiché sono possibili trattamenti diversificati con ogni creditore, prescindere da una suddivisione in classi.

L'accordo deve essere depositato presso il registro delle imprese, così che l'accordo acquisti di efficacia e, affinché i creditori interessati possano opporsi.

Come detto quindi l'efficacia dell'accordo non deriva dall'omologazione del tribunale, dal quale invece deriva l'effetto legale più importante, dato dall'esenzone dell'azione revocatoria e di tutti gli atti, i pagamenti e garanzie.

Il tribunale al momento dell'omologazione dovrà valutare la fattibilità e l'idoneità dell'accordo per assicurare il soddisfacimento integrale dei creditori che non hanno aderito.

²⁶ Giuseppe Amoroso e Maurizio Bernardi, La riforma Fallimentare in Italia, L'impatto sulle operazioni di *turnaround*, quaderni di investimento nel Capitale di rischio, AIFI, Milano aprile 2007, pag.21

“Way out”: il processo di disinvestimento

4.1 il processo di disinvestimento

La fase di disinvestimento rappresenta il passo conclusivo dell'operatore di private equity, ed è un momento molto delicato in quanto in questa fase si va a concretizzare quello che è il risultato espresso in capital gain.

Questo rappresenta il fine dell'operatore istituzionale nel capitale di rischio, cioè la realizzazione del capital gain nel medio-lungo periodo.

Lo smobilizzo delle partecipazioni è caratterizzato da due aspetti di maggior importanza su cui l'investitore deve prestare attenzione:

1. L'individuazione del momento più adatto per effettuare il disinvestimento.
2. La scelta del canale di disinvestimento più opportuno .

Questi due elementi sono tra loro fortemente correlati, in quanto si influenzano reciprocamente e inoltre sono influenzati dalle medesime variabili, sia esogene che endogene.

Risulta in ogni caso che l'attività di disinvestimento non è mai programmabile in maniera assoluta, ma dipende dal grado di appetibilità raggiunto dall'azienda.

L'investitore istituzionale, data la caratteristica della temporaneità dell'investimento, deve prevedere sin dall'ingresso nella compagine azionaria, in via generale, la strategia di disinvestimento da perseguire.

Nel caso in cui si tratta di un'acquisizione di una quota di minoranza, è importante che non siano posti vincoli all'uscita del partner, ma in ogni caso bisogna definire i principi e la metodologia che seguirà il processo di disinvestimento.

Per evitare qualsiasi ostacolo da parte di altri soci, così da poter perseguire il

piano di disinvestimento secondo i tempi e le modalità stabilite, è fondamentale individuare dei meccanismi che lo tutelino.

Ad esempio si possono andare a definire dei “patti parasociali”, stipulati al momento dell’investimento. Si può stabilire ad esempio un’opzione “put”, in favore dell’investitore istituzionale o in alternativa si può stipulare un contratto “reverse drag along right” cioè il diritto di mettere in vendita all’interno di un determinato arco temporale l’intera società, o ancora si può stabilire un “diritto di seguito” cioè la facoltà garantita al socio di minoranza di partecipare pro-quota a tutte le transazioni che coinvolgono la vendita di partecipazioni societarie. Queste tutele di norma sono utilizzate nel caso in cui l’operatore di private equity investa in una quota di minoranza.

Una volta stabiliti i principi che deve avere la strategia di disinvestimento deve andarsi a stabilire la modalità. La EVCA ci fornisce una classificazione di esse:

- Trade sales: cessione ad altre imprese non finanziarie
- Public offerings: vendita tramite il mercato borsistico, che può essere sia nell’ambito di una prima quotazione(IPO), sia nell’ambito di un successivo collocamento.
- Secondary buy out: cessione ad altri investitori istituzionali nel capitale di rischio
- Sale to financial institutions: vendita a istituzioni diverse dai fondi di private equity
- Other means: sostanzialmente il riacquisto da parte del socio di maggioranza o minoranza, o del management.
- Write off: questo è il caso in cui vi è un abbattimento parziale o totale del valore della partecipazione ed è menzionata in quanto provoca la riduzione o la scomparsa della partecipazione dall’attivo del bilancio del soggetto investitore.

La scelta di una di queste modalità, ovviamente esclusa l’ultima, deriva da una serie di variabili legate alla tipologia dell’impresa target, ai risultati raggiunti dalla collaborazione tra l’operatore e l’imprenditore, rispetto alle volontà e preferenze

degli stakeholder

Va inoltre anche osservato l'andamento borsistico e quello relativo alle operazioni di merger and acquisition. Come detto anche in precedenza il timing dell'operazione risulta essere un fattore chiave per il successo dell'intera operazione.

Secondo una ricerca di Relander e Syrjanen del 1993, si ipotizza che vi siano fondamentalmente due diversi modelli di approccio strategico in base al peso che la pianificazione del disinvestimento assume al momento della decisione di investimento.

Il primo è definito modello "path sketcher", in esso l'operatore non pianifica la via d'uscita ma punta ad incrementare la possibilità di un disinvestimento di successo, analizzando le varie operazioni di disinvestimento nel momento di way out e selezionando quindi la modalità e in maniera tale che l'analisi influenzi la struttura dell'accordo.

Il modello "opportunist" invece punta sull'abilità del management e sulla sua abilità di valorizzare l'azienda in termini assoluti. Anche in questo caso l'investitore nel capitale di rischio realizza un'analisi sulle modalità di disinvestimento che hanno avuto luogo, ma l'influenza in questo caso è ampiamente ridotta. La strada di solito scelta da esso di solito ricade nell'IPO.

Un altro studio che è interessante esporre è quello condotto dalla Price Waterhouse per l'EVCA, questo si concentra sulle tipologie di investitori, in base all'approccio al processo di disinvestimento.

La prima tipologia viene definita quale "pro-active investors", questi soggetti acquisiscono solitamente quote di maggioranza e sono caratterizzati da un massiccio utilizzo di stock options per incentivare il management, e inoltre pianificano, sin dall'inizio, la modalità di disinvestimento in funzione del massimo IRR ottenibile.

Esistono poi i "passive investors" che invece, in contrapposizione alla tipologia precedente, acquistano in maniera più frequente di quote di minoranza.

Questo operatore ha inoltre un orizzonte temporale di investimento maggiore,

senza avere stabilito una modalità di disinvestimento al momento dell'investimento. La sua modalità di disinvestimento più adottata è solitamente quella di buy back da parte del management.

La medesima ricerca si è inoltre soffermata sulle cause più frequenti che portano al fallimento dell'operazione di disinvestimento.

In primo luogo è emerso il limitato apprezzamento della partecipata da parte del mercato borsistico, lo scarso interesse del titolo da parte degli investitori istituzionali nel caso dell'IPO, lo scarso interesse da parte degli acquirenti industriali nel caso di trade sale, la scarsa collaborazione del management o degli altri soci, i risultati della due diligence, e infine, una ridotta performance aziendale.

Qualora l'investitore pianifichi in maniera adeguata l'intero processo di investimento, inclusa la way-out, molti di questi problemi non dovrebbero presentarsi.

4.2 I canali di disinvestimento

Sono stati già analizzati quelli che sono le varie tipologie di disinvestimento utilizzabili, e qui di seguito saranno approfondite, ma intendo prima soffermarmi su quelli che sono alcuni dati quantitativi.

Risulta secondo la ricerca effettuata dal laboratorio LBO private Equity dell'università Bocconi.

Per quanto riguarda il mercato del private equity la modalità più utilizzata è quella del trade sales, con una quota che si assesta intorno a più della metà del mercato, mentre si è assistito a un crollo di quelli che sono i disinvestimenti effettuati tramite quotazione in borsa, passate da una quota pari al 12% nel

2007 allo 0% del 2010, dovuto fondamentalmente alla crisi dei mercati finanziari. La cessione ai soci risulta essere fra le varie modalità quella più stabile con una quota che ha oscillato nel periodo 2007-2010 dal 21% al -15,6%.

4.2.1 Disinvestimento tramite public offerings

Questa rappresenta la via più ambita da parte degli operatori di dismissione della partecipazione. Però questa non è praticabile per le imprese di dimensioni minori, a causa del valore di capitalizzazione minimo e del minimo di flottante, per garantire al titolo un minimo di volumi per la contrattazione.

La quotazione in borsa presenta dei vantaggi e degli svantaggi. In primis questa tipologia di smobilizzo garantisce una certa liquidità del titolo, consentendo una graduale vendita delle quote detenute, ed inoltre permette all'impresa una più facile reperibilità dei fondi in futuro, attraverso nuove emissioni.

Da contraltare la quotazione in borsa prevede controlli più severi e inoltre presenta un costo più elevato rispetto alle altre tipologie di disinvestimento, inoltre potrebbero derivare degli attriti con gli altri soci.

In ogni caso è ormai diffusa la convinzione che la presenza di un investitore istituzionale all'interno della compagine azionaria, ne riduca l'impatto traumatico, inoltre, l'investitore istituzionale al suo ingresso richiede determinate regole di corporate governance, che risultano poi essere un vantaggio, in quanto anticipano in tal senso quelli che sono gli adempimenti formali richiesti dai regolamenti delle borse valori.

Inoltre l'investitore di private equity dispone di un importante bagaglio di conoscenze e può quindi fornire alla stessa impresa un supporto di consulenza.

Secondo le indicazioni fornite da un gruppo di investitori europei²⁷, i principali vantaggi delle lpo come strumento di dismissione è dato dai seguenti fattori:

²⁷ Anna Gervasoni, *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Fabio L.Sattin, Edizioni Angelo Guerini e Associati SpA, Milano, marzo 2008

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

- Possibilità di spuntare un prezzo più alto (dipende da numerosi fattori di varia natura, da non essere sempre vera questa affermazione)
- Ricontra una preferenza del management dell'impresa
- La possibilità di un guadagno ulteriore derivante da un possibile incremento ulteriore di valore, successivo alla quotazione qualora l'investitore detiene ancora delle partecipazioni in portafoglio.

Mentre per quanto riguarda i principali svantaggi dichiarati, sono risultati essere:

- I costi più elevati, rispetto alle altre alternative
- I limiti posti alla vendita del pacchetto azionario detenuto dall'investitore tramite clausole di *lock up*
- Illiquidità dei mercati
- Dalla necessità di attrarre un vasto numero di investitori affinché l'IPO vada a buon fine.
- I vincoli dimensionali che impediscono la possibilità di quotazione alle piccole imprese.

4.2.2 *Disinvestimento tramite trade sale*

Come visto anche nell'analisi quantitativa, il *trade sale* rappresenta la modalità di disinvestimento più diffusa, ovvero la cessione della quota ad un investitore, solitamente industriale.

Questa tipologia di disinvestimento presenta molte sfaccettature, date dalla varietà di logiche e modalità utilizzate poiché per la sua realizzazione deve esservi un accordo sia con il management e con gli altri soci.

Prima problematica che sorge in questa tipologia è l'interferenza sia strategica che operativa che può compiere il soggetto industriale, sicuramente più invasiva rispetto a quella di un operatore finanziario.

Inoltre per attirare l'interesse di un operatore industriale è necessario offrire un pacchetto di controllo maggioritario o totalitario.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Esistono varie modalità di vendita della partecipazione al soggetto industriale:

- La prima possibilità praticabile è quella di conferire un mandato a una banca d'investimento
- o a seguito di trattativa privata
- oppure tramite un processo di asta

I principali vantaggi evidenziati dagli operatori di private equity secondo una ricerca dell'EVCA sono:

- La possibilità di ottenere un prezzo maggiore, per l'investitore industriale data l'appetibilità dell'impresa, dalla possibilità di sfruttare sinergie, dalla quota di mercato o dalla possibilità di entrare in nuovi mercati
- La possibilità di liquidare la totalità della partecipazione posseduta
- Minor costi e tempistiche più veloci rispetto all'IPO
- Rappresenta a volte l'unica via perseguibile per le imprese di piccole dimensioni.
- Deve essere convinto un solo investitore

Invece emerge che i principali svantaggi sono:

- Resistenze da parte del management.
- "Bargaining power" del compratore, cioè il potere contrattuale elevato che l'acquirente è capace di esercitare.
- Le garanzie che gli investitori istituzionali non sono disposti a concedere.

4.2.3 Disinvestimento tramite secondary buy out

Il disinvestimento tramite secondary buy out si realizza quando l'acquirente è un altro operatore di private equity. È necessario distinguere in questo caso qualora si tratti di uno smobilizzo di una partecipazione di minoranza, o di maggioranza, oppure della totalità dell'azienda.

Nel primo caso si può verificare molto semplicemente che l'operatore non è più quello più adatto in quanto l'azienda è passata in un altro stadio della sua vita e

ha bisogno di un know how che l'operatore magari non possiede. Può verificarsi il caso in cui l'impresa ad esempio una volta terminato il processo di turnaround voglia espandersi e quindi necessità di un investitore istituzionale con caratteristiche differenti.

Oppure vi può essere il caso in cui il fondo necessiti di dismettere l'investimento anticipatamente anche se ancora non è stato raggiunto il momento opportuno, a causa del logoramento dei rapporti con il management o con gli altri soci, quindi un altro investitore di private equity lo può ritenere profittevole.

Questa tipologia di operazione di disinvestimento solitamente risulta poco profittevole poiché il fondo acquirente ha obiettivi contrastanti e punterà a contenere i costi del suo investimento, puntando a massimizzare il proprio IRR.

Nel caso in cui, invece, sia venduta una quota di maggioranza o la totalità dell'impresa, l'operazione ha modalità analoghe a quelle del trade sale, con la differenza che l'acquirente è un operatore di private equity e non un investitore industriale, in questo caso la modalità più usata è la vendita tramite asta.

Le risposte che hanno fornito gli operatori in questo caso, secondo la ricerca effettuata dall'EVCA, rispetto a quelli che sono i principali vantaggi ci dicono:

- Formula tipica delle fasi iniziali del ciclo di vita
- Possibilità di ottenere una valutazione indipendente in caso di aumento di capitale.

Appare come questa tipologia di "way out" abbia più svantaggi che vantaggi, infatti i principali svantaggi sono:

- Svantaggio di prezzo (l'acquirente intende massimizzare il proprio IRR)
- Comportamento del management
- Preoccupazione dell'acquirente che siano stati anticipati profitti.

4.2.4 *Disinvestimento tramite other means*

Questa tipologia fondamentale consiste nel riacquisto della partecipazione dell'investitore istituzionale da parte dell'imprenditore. Questo può derivare dalla

possibilità prevista contrattualmente, stabilita durante il periodo di investimento, di riacquistare la partecipazione esercitata da parte dell'investitore (opzione put) oppure esercitata dall'imprenditore (opzione call).

Solitamente sempre in sede contrattuale si stabiliscono anche i parametri da utilizzare per la valutazione della partecipazione in questione.

Il caso più frequente nel quale vi è il riacquisto da parte dell'imprenditore è riscontrato nelle operazioni di expansion, nei quali non si ritiene che l'impresa sia pronta per la quotazione. Poiché il fondo ha un orizzonte temporale ristretto, qualora lo si ritiene necessario vengono fatte scattare le clausole contrattuali che prevedono il riacquisto.

Ancora vi può essere il caso in cui vi sia un riacquisto da parte del management configurandosi come una operazione di management buy out.

Vi può essere ancora il caso di riacquisto da parte della società stessa, al di là dei vincoli normativi, tale via è poco praticata, in quanto l'impresa, deve generare notevoli flussi finanziari.

4.2.5 Disinvestimento tramite write off

Questa non rappresenta di fatto una modalità di disinvestimento della partecipazione, in quanto consiste nella cancellazione della partecipazione dall'attivo della società partecipata, ma proprio per questa caratteristica viene inserita fra esse, in quanto rappresenta, in ogni caso, la fine del ciclo vita dell'operazione di investimento messa in atto.

Conclusioni

Gli operatori di *private equity* occupano sempre più un ruolo fondamentale all'interno del sistema economico e, forniscono alle imprese servizi, che sempre più rispondono alle loro esigenze. Se questi investitori sapranno sfruttare le opportunità date dalla crisi, riusciremo ad assistere a un'espansione del mercato del capitale di rischio.

Il *turnaround* risulta essere il settore del mercato del capitale di rischio meno sviluppato, ma al contempo il più promettente, grazie alla attuale convergenza economica, che ha aperto enormi possibilità in questo ambito. Il *turnaround* è in ogni caso un'operazione estremamente delicata e, influenzata da numerose variabili, per questo è un'operazione con un alto profilo di rischio, che necessita di operatori altamente specializzati. Come inoltre analizzato, per le sue caratteristiche, non è un investimento operabile da un soggetto senza le dovute conoscenze e capacità. I fondi di *private equity* risultano essere i soggetti, che presentano le caratteristiche più idonee, per diventare i protagonisti di questo settore e dargli l'impulso necessario.

Inoltre, le aziende che risultano oggetto di intervento da parte degli operatori, riescono spesso a vincere la sfida che si sono poste. Queste aziende riescono a passare da performance negative ad ottenere dei risultati molto positivi, visti anche quali sono i rendimenti richiesti da questi soci all'investimento nel suo complesso.

Ne è un esempio la Favini s.r.l., azienda che è stata oggetto di un operazione di *turnaround*, leader mondiale nel settore delle carte industriali release, con una presenza rilevante nell'area delle carte grafiche speciali, con prodotti innovativi per il settore moda e lusso. Per effettuare l'operazione, è stato fondamentale l'intervento del fondo Orlando Italy, che ha permesso di concludere un concordato preventivo.

L'intervento compiuto negli ultimi anni da parte del legislatore, a dotato di strumenti importanti, per risollevere aziende che prima erano destinate al fallimento. La nuova legge fallimentare ha dato un impulso al settore del *turnaround*, che risulta in crescita, ma che ancora deve esprimere appieno le sue potenzialità.

Ringraziamenti

Questo elaborato è stata per me un sfida, che non avrei potuto compiere senza il supporto del Prof. Giovanni Fiori, che ringrazio per essere stato il relatore. Ringrazio, inoltre, per la pazienza, la disponibilità, il sostegno e i suggerimenti la Dott.ssa Silvia Pennetta. Inoltre, ringrazio la mia famiglia che mi ha dato questa possibilità e occasione. Un ultimo ringraziamento è d'obbligo, ai miei amici, che mi hanno accompagnato fino a questo momento importante nella mia vita.

Bibliografia

Amoroso Giuseppe, *La Riforma fallimentare in Italia: L'impatto sulle operazioni di turnaround*, Bernardi Maurizio, quaderni di investimento nel Capitale di rischio, AIFI, Milano, aprile 2007.

Balda Fabrizio, *La ricapitalizzazione delle imprese fa bene alle banche*, Romano Guido, *lavoce.info*, Luglio 2012.

Bentivogli Chiara, *Il Private Equity in Italia (private equity and venture capital in italy)*, Carmignani Amanda, Del Colle Diana Marina, Del Giudice Roberto, Gallo Massimo, Generale Andrea, Gervasoni Anna, Rigon Massimiliano, Rossi Paola, Sette Enrico, Szegö Bruna, *Questioni Di Economia e Finanza Occasional Papers n.41*, Febbraio 2009.

Brealey Richard A., *Principi di Finanza Aziendale*, Myers Stewart C., Allen Franklin, Sandri Sandro, Sesta Edizione, McGraw-hill, 2011.

David Pendery, *Three Top Economists Agree 2009 Worst Financial Crisis Since Great Depression; Risks Increase if Right Steps are Not Tak*, 22 febbraio 2009.

Decreto Legge del 22 giugno 2012, n.83

Di Giorgio Giorgio, *Venture Capital e Private Equity in Italia*, Di Odoardo Massimo, Working Paper n. 3, Ministero dell'Economia e delle Finanza, Marzo 2008.

Farzini Marco , *Turnaround Management:affrontare,gestire e risolvere la crisi d'impresa* , Abriani Niccolò, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, Milano , 2011.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Gervasoni Anna, *Private Equity e Venture Capita: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Fabio L.Sattin, , Edizioni Angelo Guerini e Associati SpA, Milano, marzo 2008.

Gervasoni Anna, *Turnaround Monitor : Rapporto Italia 2004-2010* , Amoroso Giuseppe, Danovi Alessandro, Stanghellini Lorenzo.

Giampiero Sirleo, *La crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione*, Aracne editrice s.r.l., Roma, settembre 2009.

Golinelli Gaetano Maria, *Declino, crisi e turnaround dell'Impresa*, Cacucci Editore, Quaderno n.1, Lecce, Aprile 2004.

Granturco Mariagrazia, *Il private Equity in Italia: una analisi sulle imprese target*, Miele Maria Grazia, Questioni Di Economia e Finanza Occasional Papers n. 98, luglio 2011

Grossi Maria Rosaria, *La soluzione concordata della crisi*, Executive Temporary Management, Milano.

Gubelli Stella, *L'asset class Private Equity e il nuovo ambito d'intervento del private banking*, Quaderno 8, marzo 2008.

Masciocchi Mario, *il turnaround management come recuperare e rilanciare le aziende*, Il Sole 24 Ore, Milano, ottobre 2007.

Massari Mario, *Importanza dei canali di disinvestimento*, Ufficio Studi Aifi, Milano, 2005.

Muzio Alessia, *Risanamento e crisi di impresa: il ruolo del turnaround*, Ufficio Studi Aifi (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital), 26 Novembre 2009.

Onado Marco, *Basilea 3 La spirale della confusione*, Il Sole 24 Ore, 4 settembre 2012.

Potito Lucio, *Le operazioni Straordinarie nell'Economia delle Imprese*, Terza edizione, G.Giappichelli Editore, Torino, 2009.

Le operazioni di *Turnaround* nei fondi di *Private Equity*

Vittorio Da Roul, *Tre crisi in Europa: Grecia conti truccati, Irlanda crisi bancaria, Portogallo non competitivo*, Il Sole 24 Ore, Milano, 7 aprile 2011.