

Facoltà di Economia

**Corso di laurea magistrale in:
Economia e direzione delle imprese**

**Cattedra
Sistemi Amministrativi Nelle Holding**

*“I processi di turnaround nei gruppi d’imprese: due diligence,
ristrutturazione finanziaria e rilancio.
Case study: Gruppo Risanamento”*

**Relatore
Chiar.mo Prof.
Alessandro Musaiò**

**Candidato
Daniele Provenziani
matr. 612101**

**Correlatore
Chiar.mo Prof.
Lucio Potito**

Anno Accademico 2008/2009

Sommario

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO 1 CONCETTO DI CRISI.....	4
<i>Le tecniche di accertamento</i>	<i>5</i>
<i>Le analisi di bilancio</i>	<i>5</i>
IL PROCESSO DI TURNAROUND	5
RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA : IL RUOLO DELLE MERCHANT BANK	7
GLI STRUMENTI E IL RUOLO DELLE MERCHANT BANK.....	7
LA RISTRUTTURAZIONE DEL DEBITO.....	8
IL RICORSO A NUOVA FINANZA E LA PARTECIPAZIONE AL CAPITALE DI RISCHIO	9
LE OPERAZIONI DI ASSET RESTRUCTURING	10
I CANALI DI DISINVESTIMENTO DELLE PARTECIPAZIONI AL CAPITALE DI RISCHIO	11
CASE STUDY: GRUPPO RISANAMENTO	12
DUE DILIGENCE CONTABILE	13
TURNAROUND E RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA	15
LINEE GUIDA PIANO INDUSTRIALE 2009-2014	15
LA RISTRUTTURAZIONE FINANZIARIA DEL GRUPPO	16
PIANO INDUSTRIALE: DIMISSIONI E CESSIONI PARTECIPAZIONI.....	17
CONTO ECONOMICO PROSPETTICO: SVILUPPO E CONSIDERAZIONI SUI RISULTATI	18
STATO PATRIMONIALE PROSPETTICO E INTERVENTI SU LA POSIZIONI FINANZIARIA NETTA DEL GRUPPO	19
APPENDICE B IPOTESI DI TRASFORMAZIONE IN UNA SIIQ	21
AFFINCHÈ SIA POSSIBILE OPTARE PER IL REGIME SPECIALE È NECESSARIO POSSEDERE DUE REQUISITI: PATRIMONIALE E REDDITUALE.	21
REQUISITO REDDITUALE E PATRIMONIALE	22
REQUISITO REDDITUALE.....	23
ESENZIONE DALL'IMPOSIZIONE IRES/IRAP – TRATTAMENTO DELLE PERDITE FISCALI	23

Introduzione

Il lavoro svolto, come si evince dal titolo, ha voluto porre l'attenzione sul ruolo ed il rapporto tra le banche d'affari e le imprese affette da crisi, prevalentemente nell'esperienza italiana nell'ambito del Real Estate. Non ci si poteva, dunque, esimere dal tentativo di dare, in primo luogo, una definizione al concetto di crisi d'impresa. Tentativo che è stato esperito nel primo capitolo del lavoro svolto, nell'ambito del quale si è

voluti sottolineare l'etimologia del termine "crisi", il campo scientifico dal quale esso è stato mutuato, il carattere di poliedricità, le varie tipologie di crisi d'impresa, evidenziando tuttavia la presenza di alcuni caratteri comuni alle stesse.

Il primo capitolo si chiude con l'esame della struttura finanziaria delle imprese sulla quale si producono, in ultima istanza, gli effetti deflagranti di un'insana e imprudente gestione, a tal punto da dover richiedere un intervento di ristrutturazione finanziaria.

A seguito di tale capitolo, è stata sviluppata una due diligence contabile su di un'azienda in crisi operante nel settore del Real Estate, il Gruppo Risanamento. Sono state quindi applicate i metodi di previsione d'insolvenza, l'analisi di bilancio e dei flussi descritte nel capitolo 1, in modo tale da evidenziare le conseguenze, dal punto di vista patrimoniale e finanziario, connesse a politiche finanziarie inadeguate e a sistemi di controllo e gestione carenti.

Nella seconda parte si indagano le principali cause del declino e delle crisi e si prendono in esame le fasi fondamentali di un processo di *turnaround*, che consentono all'impresa coinvolta in una situazione negativa e di difficoltà, di tornare alla normalità e in seguito alla creazione di nuovo valore.

Il terzo capitolo mette in evidenza quelli che sono stati definiti gli "strumenti" adottati dalle merchant banks nell'ambito dei processi di risanamento. È emersa la tendenza, da parte delle banche d'affari, in qualità di advisor, di delegare a studi professionali la redazione e l'attivazione del piano industriale, laddove questo fosse necessario, per predisporre direttamente il piano di ristrutturazione finanziaria facendo perno sulle proprie competenze distintive.

Si è sottolineato inoltre il ruolo decisivo che le banche d'affari rivestono nel mediare e ricomporre gli interessi delle parti coinvolte nel processo risanatorio facendo leva, in quest'ultimo caso sul network relazionale all'interno del quale la merchant bank vive ed opera. Infine si esaminano le modalità di gestione del rapporto di merchant banking e quelle di rimborso dei prestiti obbligazionari e di disinvestimento delle partecipazioni, alla luce degli strumenti attualmente presenti nel nostro paese. Si è sottolineato che l'usuale breve durata dei singoli investimenti effettuati dalle merchant banks, comporta un elevato turnover nell'ambito del portafoglio partecipazioni, contribuendo in misura significativa al miglioramento del rendimento complessivo delle singole operazioni, e di conseguenza, del risultato economico espresso dalla gestione caratteristica della loro attività, tenendo presente che tale obiettivo è subordinato al verificarsi di due condizioni: la realizzazione di *capital gains* e la certezza della dismissione del pacchetto azionario precedentemente acquisito e relativo smobilizzo delle partecipazioni.

L'attenzione posta tra banche d'affari ed imprese in crisi non è casuale. Il case study portato come esempio aziendale, mostra come il ruolo delle banche assuma un ruolo di primaria importanza in situazioni di dissesto finanziario.

Il caso in esame, il Gruppo Risanamento, ben si adatta allo studio della crisi, delle cause, della ristrutturazione finanziaria e del rilancio esperite nella parte teorica. In tal caso il ruolo delle banche ha assunto vari ruoli: da advisor, per il piano di risanamento, a private equiter (grazie al prestito obbligazionario convertendo che le permetterà di avere il controllo della Holding).

Lo studio della Holding immobiliare parte da una due diligence, sviluppata nell'Appendice A, per poi analizzare il piano industriale e finanziario posto in essere per salvaguardare il gruppo. Particolare attenzione è posta sulla ristrutturazione finanziaria, dove vengono sviluppati Stati Patrimoniali e Conti Economici prospettici per il periodo 2009-2014.

Infine gli ultimi paragrafi tentano di dare una prospettiva scenarista nel caso in cui la Holding si trasformasse in una "Società d'investimento immobiliare quotata", una SIIQ appunto, analizzando i possibili vantaggi fiscali che lo strumento da poco costituito offre alle società immobiliari.

Capitolo 1 Concetto di Crisi

« Nell'aspetto più propriamente aziendale, la crisi è una manifestazione di tipo patologico che può svilupparsi su più stadi »¹.

I fenomeni di declino e di crisi nella vita di tutte le imprese sono di solito preceduti dai sintomi premonitori che possono essere detti di *decadenza*, prevalentemente di tipo qualitativo e di *squilibrio*, invece in prevalenza di tipo quantitativo e quindi molto spesso misurabili.

I primi segnali si hanno in seguito alla manifestazione di fenomeni di squilibrio e inefficienza che possono avere natura ed origine molto diverse.

Decadenza e squilibrio sono visti, alle volte, nel loro insieme come motivi di propensione al declino e alla crisi. Secondo un noto modello elaborato da Slatter², tale propensione è legata a tre principali fattori :

- 1) le caratteristiche della concorrenza e dell'ambiente (fattori di tipo macro-economico e settoriale);
- 2) le caratteristiche manageriali dell'impresa (fattori interni);
- 3) caratteristiche organizzative dell'impresa (fattori interni).

La crisi è uno stato patologico che si può manifestare in più stadi che necessitano di differenti risposte.



La risposta dell'impresa alla crisi è evidentemente diversa in relazione allo stadio in cui si affronta.

La fase iniziale generalmente di lieve entità, non desta nell'imprenditore particolari avvisi di pericolo; gradualmente però si manifestano sintomi sempre più gravi che possono portare al progressivo deterioramento dell'impresa. Solo interventi tempestivi ed efficaci possono talvolta arginare il fenomeno e riportare la normale condizione economica.

I sintomi che consentono l'individuazione dello stato critico possono essere determinati da uno studio diagnostico applicato caso per caso, che evidenzia le alterazioni delle condizioni fisiologiche.

Ogni fenomeno patologico presenta caratteri di originalità tali da renderlo unico, benché segua un processo che lo accomuna alle altre dinamiche involutive che possono essere così articolate.

¹ Guatri L., *Crisi e risanamento delle imprese*, 1995

² Il modello è riprodotto con alcuni adattamenti, poiché l'autore non distingue chiaramente il declino dalla crisi.



Le tecniche di accertamento

Per l'accertamento delle condizioni di operatività prima e di crisi in seguito dell'impresa vengono utilizzati strumenti tecnici a supporto dell'indagine dell'analista che avrà l'onere di individuare quelli più idonei per le esigenze dell'azienda. Tali strumenti devono possedere tre parametri fondamentali: *L'attendibilità; La tempestività; La sostenibilità;*

Le tecniche di accertamento più significative, utilizzate dagli analisti per formulare previsioni, sono: tecniche soggettive, tecniche miste e tecniche oggettive.

Le analisi di bilancio

Rientrano nella categoria delle metodologie miste in quanto rappresentano la risultanza tra l'elaborazione formale dei dati e l'interpretazione dei valori conseguiti, limitando il contributo personale dell'analista all'interpretazione dei risultati. Le due principali tecniche adottate sono l'analisi per indici e l'analisi per flussi.

Il primo tipo di analisi permette, attraverso il calcolo e l'interpretazione di alcuni indicatori contabili, tutti presenti nel bilancio d'esercizio e nella nota integrativa, di pervenire ad un giudizio sulla gestione nei suoi aspetti fondamentali: economico-finanziario e patrimoniale.

L'analisi per flussi, invece, prende in esame prevalentemente la dinamica degli impieghi e delle fonti di finanziamento allo scopo di valutare la continuità delle risorse finanziarie occorrenti per fronteggiare lo sfasamento temporale tra il ciclo economico e quello finanziario.

Dalla lettura di un bilancio d'esercizio e dei suoi documenti collegati è possibile trarre una serie di importanti indicazioni che permettono all'analista non solo di capire le ragioni che hanno determinato un specifico risultato d'esercizio, ma anche di formulare delle efficaci e attendibili previsioni sull'evoluzione delle future gestioni.

Il processo di Turnaround

L'espressione *turnaround* è un termine anglosassone letteralmente non traducibile, usato per rappresentare tutti i processi sistematici di risanamento e rilancio delle imprese, infatti con il termine *turnaround* si intende, nell'ambito aziendale, il piano di risanamento e di ristrutturazione profonda di una azienda in declino o crisi.

Il *turnaround* diventa una scelta obbligata in tutti questi casi in cui non si vuole perseguire la strada del disinvestimento.

Il *turnaround*, non è soltanto un risultato, vale a dire il ritorno a condizioni di profittabilità, oppure un complesso di azioni per fronteggiare il declino di performance di azienda, si tratta invece di un processo diretto a promuovere un cambiamento radicale dell'impresa, con lo scopo di restituire continuità al processo di creazione del valore. Si ha *turnaround* in tutte le situazioni nelle quali si richiede all'impresa un

cambiamento radicale delle sue strategie, dei suoi modelli di comportamento, della sua organizzazione, della sua cultura, dei suoi processi.

Occorre, quindi, domandarsi cosa induce il management all'avvio di una strategia di turnaround? E quali sono le imprese che la adottano?

In genere si tratta di organizzazioni che hanno perso il loro vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza e che contemporaneamente si trovano a competere in un ambiente sfavorevole (ad esempio cause di forze politiche, sociali o economiche contrarie).

Le alternative sono più di una. Si può scegliere di attendere tempi migliori (ad esempio cambiamenti favorevoli nell'ambiente esterno), si possono liquidare una o più attività, o si può tentare una ristrutturazione, un *turnaround appunto*.

Il *turnaround* si fonda su due fasi, la prima volta a porre termine alle cause, ove possibile, che hanno portato al declino o alla crisi d'azienda, e in secondo luogo al perseguimento di un piano di recupero di redditività.

L'espressione *turnaround*, indica il porre in essere attività e strategie per risolvere le fasi di declino e di crisi che, coinvolgono naturalmente la gestione e l'organizzazione.

A seconda della fase in cui ha inizio il *turnaround*, siamo in presenza di differenti condizioni di tensione e soprattutto di credibilità, ma in entrambi i casi esso si sviluppa attraverso alcune fasi tipiche. Più gli interventi risanatori sono tardivi più diventano complessi, richiedendo misure drastiche e riducendo le probabilità di esito positivo.

Indipendentemente dal punto in cui ha inizio il processo di risanamento si può ipotizzare che ogni operazione di *turnaround* segua un percorso ideale, rappresentato dalla successione degli accertamenti e degli interventi che devono essere messi in atto per il recupero dell'impresa. Si distinguono in questo percorso alcune fasi, momenti o stadi, in modo da dare un ordine logico alla successione degli interventi che devono essere svolti in vista dell'obiettivo di recupero dell'impresa.

Il processo di turnaround viene diviso in genere in cinque stadi³:

1. Stadio del riconoscimento del declino e dell'adozione di una nuova leadership;
2. Stadio dell'analisi-valutazione;
3. Stadio della trattativa;
4. Stadio della normalizzazione;
5. Stadio del ritorno alla creazione del valore.

Uno studio empirico elaborato dall'osservatorio del Private Equity Monitor evidenzia quali siano stati negli ultimi anni i principi cui seguire, affinché un turnaround abbia successo: nuovo management, core business competitivo, finanziamenti adeguati, motivazione.

Negli ultimi anni, sulla scia dei paesi dotati di mercati più evoluti (Stati Uniti e Gran Bretagna in primis), si sono creati i presupposti per dedicarsi alle nuove attività di *turnaround*, ossia investimenti in capitale di rischio in imprese in stato di tensione economico-finanziaria, con l'obiettivo di risanarle e rilanciarle sul mercato.

In letteratura questi soggetti vengono fatti rientrare nell'ampia categoria degli investitori istituzionali del capitale di rischio (*venture capital* e *private equity*), la cui attività si sostanzia nell'apporto di risorse finanziarie (sottoforma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in azioni) e competenze tecnico-manageriali, per un arco temporale medio-lungo, in aziende dotate di un progetto e di un potenziale di sviluppo.

³ Sulla base empirica gli operatori e i manager specialisti di *turnaround* attraverso il caso pratico costruiscono modelli dedotti solo dai casi vissuti senza valutarne la trasferibilità in altri contesti, dato che senza l'ispirazione della teoria non è possibile trarre significative generalizzazioni anche da un numero molto grande di dati empirici. Dall'altro lato ci sono i teorici anche se dotati di sicure capacità si muovono con difficoltà in un contesto molto complesso e variabile come quello del declino/risanamento delle imprese senza aver vissuto da vicino queste esperienze. In base a tutto ciò si evidenzia il significato limitativo e relativo che può assumere lo schema.

Ristrutturazione Finanziaria : il ruolo delle merchant bank

Tale elaborato pone attenzione sulla ristrutturazione finanziaria di aziende in crisi, in particolare il ruolo svolto dalle banche d'affari in tali contesti, e i vari strumenti a disposizione per poter poi sviluppare un'analisi più approfondita sul case study: Gruppo Risanamento. Le banche d'affari hanno assunto un ruolo cruciale nel salvare il Gruppo e proprio per tale motivo il capitolo sviluppato nella tesi intende analizzare i molteplici strumenti adottati dalle principali merchant bank al fine di rendere credibile un piano di salvataggio. Quando nel piano di turnaround si parla di ristrutturazione si fa riferimento a due aspetti che sono strettamente interconnessi: la ristrutturazione finanziaria e la ristrutturazione societaria.

I due profili sono strumentali fra loro nello svolgimento del piano di turnaround, il fallimento della ristrutturazione finanziaria costituisce un possibile impedimento dell'esecuzione dell'intero piano, e una sua difficoltà di attuazione è rappresentata dal doversi confrontare con posizioni e orientamenti strategici diversi degli stakeholders, mentre la ristrutturazione societaria dipende dalle decisioni degli azionisti e del vertice aziendale.

Gli strumenti e il ruolo delle merchant bank

Nel momento in cui emerge la volontà di trovare una soluzione alla crisi attraverso soluzioni stragiudiziali fra le parti, evitando di ricorrere a istituti giuridici specifici, quali quelli previsti dalle procedure concorsuali, appositamente predisposte per fronteggiare lo stato di crisi o d'insolvenza, la prassi prevede la nomina di un advisor, generalmente una banca d'affari, a cui è affidato il compito di predisporre il piano di ristrutturazione.

Nel dare concretezza al piano di ristrutturazione finanziaria, la merchant bank svolge un importante ruolo di interfaccia comunicazionale tra l'impresa in crisi e le banche creditrici, nel tentativo di dare corso a quanto prestabilito nell'interesse delle due parti. In altre parole, la merchant bank, svolge il ruolo di un mediatore sui generis facendo "incontrare" idealmente le parti; da un lato l'impresa che vuole uscire dalle difficoltà finanziarie in cui si trova invischiata, dall'altra parte le banche creditrici che vogliono salvaguardare i propri crediti, mantenendo il livello di rischio al di sotto della soglia d'allarme.

La ristrutturazione finanziaria, ammesso che si sia optato per l'intervento risanatore, si articola in interventi che agiscono sia sul lato del passivo o meglio delle fonti finanziarie e interventi che agiscono sul lato degli impieghi, portando come diretta conseguenza, la modificazione sotto il profilo quali-quantitativo della struttura finanziaria, al fine di ripristinare le condizioni adeguate, per dare successivamente corso agli interventi sulle altre aree funzionali dell'azienda.

Sotto il profilo teorico, le soluzioni finanziarie rappresentano la conseguenza della parte "industriale" del piano. Sarà quest'ultimo, infatti, a dettare i termini che consentiranno da un lato di determinare i flussi di cassa che la gestione sarà in grado di generare, dall'altro, l'ammontare di risorse di cui l'impresa necessiterà per il risanamento. Nella prassi, si preferisce adottare un "approccio rovesciato", in cui la parte "industriale" del piano sia subordinata alla parte "finanziaria". In altri casi, i piani di ristrutturazione si dimostrano spesso carenti per quanto riguarda la parte "industriale" e sono limitati alla sola parte "finanziaria".

Laddove questa carenza non è rilevabile, la parte "finanziaria" finisce per essere redatta indipendentemente dalle ipotesi relative ai mezzi necessari per portare avanti il risanamento e alla generazione dei flussi di cassa. Il maggiore peso specifico che si attribuisce alla parte "finanziaria" è dovuta ad alcune ragioni:

- a) il ripristino delle condizioni di equilibrio nel breve periodo viene considerato l'obiettivo prioritario, la condizione iniziale minima per consentire all'impresa di sopravvivere ed impostare il progetto di riposizionamento; si preferisce così procedere per passi e risolvere prima il problema dell'equilibrio finanziario;
- b) le probabilità di soluzione della crisi aumentano se la sua gestione avviene in un periodo di tempo breve, la formulazione del piano industriale richiede tempi lunghi non compatibili con le esigenze di immediato ripristino dell'equilibrio finanziario.

c) Ammesso che si riesca a redigere in breve tempo il piano industriale, questo deve essere sottoposto al vaglio e all'approvazione delle banche creditrici. Il numero delle banche coinvolte potrebbe essere elevato, potrebbe essere già difficile far convergere i favori delle banche sul piano finanziario. Sottoporre al giudizio delle banche il piano industriale, ammesso che quest'ultime abbiano le competenze necessarie per valutarlo correttamente, rischierebbe di dilatare i tempi con gravi ripercussioni sulla buona riuscita dell'intervento risanatorio.

La ristrutturazione finanziaria prevede o potrebbe prevedere:

- 1) la *ristrutturazione del debito* esistente verso le banche e verso gli altri creditori;
- 2) il *ricorso a nuova finanza e la partecipazione al capitale di rischio* dell'impresa in crisi;
- 3) le *operazioni di "asset restructuring"*;
- 4) le *altre operazioni di finanza straordinaria*.

Andiamo ad analizzare, dunque, nei seguenti sottoparagrafi, le succitate operazioni.

La ristrutturazione del debito

Una prima distinzione che possiamo fare in via preliminare potrebbe riguardare quella tra *debiti finanziari* e *debiti di fornitura*.

La ristrutturazione del debito finanziario, che sostanzialmente coincide con quello bancario, l'eterogeneità sia dei finanziatori sia delle forme tecniche sono tali che la riorganizzazione dovrà riguardare numerosi contratti.

Nel tentativo di definire "un'area di consolidamento"⁴, vengono passate in rassegna le più comuni misure adottate dall'advisor e proposte ai creditori:

- la *posticipazione delle scadenze* e la definizione di un nuovo piano di rimborso. In tale fase si delineano le nuove scadenze convenzionali dei debiti.

L'estensione temporale del rimborso, mediamente, va dai tre agli otto anni; la rateazione prevista può essere costante, o con rate crescenti nel tempo, in funzione del cash-flow che l'azienda risanata sarà in grado di produrre in futuro. In genere, alla presenza dei piani di risanamento che non avrebbero potuto godere di flussi immediati, è stato previsto un periodo di pre-ammortamento, che può durare anche tre anni. Come contropartita al consolidamento dei debiti sono richieste particolari garanzie. Al fine di ottenere tali garanzie, la controparte deve essere in grado di disporre dei beni adatti allo scopo, previa la non opposizione da parte di altre categorie di creditori. Oltre al piano di rimborso, può essere previsto un *piano di ristoro* che renda i creditori partecipi ad eventuali eccedenze di flussi di cassa;

- la *rinuncia a parte degli interessi*; tale proposta prevista nel piano di ristrutturazione finanziaria è avanzata dall'advisor nei confronti delle banche creditrici che, come abbiamo detto, rappresentano la schiera di creditori più.

Per consolidamento del debito s'intende nella prassi la revisione delle condizioni contrattuali che regolano il rapporto obbligazionario tra le parti, al fine di consentire al debitore, ad esempio, una dilazione temporale del rimborso del capitale, una diminuzione degli oneri da sopportare e più in generale dei vantaggi di ordine finanziario immediati.

- la *rinuncia a parte dei crediti*; Si tratta di una scelta dolorosa ma in certi casi inevitabile.
- la *postergazione dell'ordine di rimborso*, ossia il riconoscimento ad alcuni creditori di una priorità di rimborso;
- la *datio in solutum*, cioè l'accettazione in cambio del rimborso del capitale, del trasferimento della proprietà di un bene o di un altro diritto reale;

⁴ Per consolidamento del debito s'intende nella prassi la revisione delle condizioni contrattuali che regolano il rapporto obbligazionario tra le parti, al fine di consentire al debitore, ad esempio, una dilazione temporale del rimborso del capitale, una diminuzione degli oneri da sopportare e più in generale dei vantaggi di ordine finanziario immediati.

- *l'offerta di scambio di nuove obbligazioni con le vecchie* se l'impresa aveva emesso dei titoli obbligazionari.

L'obiettivo in questo caso è quello di modificare i termini del rapporto contrattuale tra l'impresa in crisi e i creditori di quest'ultima, le banche in particolare, spingendo verso condizioni più favorevoli all'impresa, tenuto conto della situazione critica in atto;

- *l'emissione* a favore dei creditori che rinunciano a parte del credito o degli interessi, *di warrant e/o obbligazioni convertibili*; come si vedrà più avanti l'emissione di tali strumenti rappresenta un valido supporto al fine di registrare l'ingresso di nuove risorse finanziarie senza assumere impegni troppo stringenti, in attesa di un riequilibrio finanziario;
- *la conversione dei crediti in capitale di rischio* dell'impresa. L'advisor riesce spesso a "strappare" alle banche creditrici, un impegno a garantire almeno in parte un aumento di capitale destinato al rimborso almeno parziale del debito finanziario; in capo alle banche potrebbe pesare il vincolo di non smobilizzare le azioni sottoscritte per un determinato periodo.

La conversione di una quota dei crediti bancari in capitale di rischio modifica, il *patto implicito* tra azionisti e creditori nella forma più radicale possibile: vengono, infatti, ridefiniti i confini stessi dei due gruppi di portatori d'interessi, con i creditori che si trasformano, almeno in parte, in azionisti. La combinazione rischio/rendimento che caratterizza la nuova posizione delle banche aderenti, consta di un maggior rendimento atteso, per l'opportunità di beneficiare di dividendi e capital gain, ma a fronte di un maggior rischio.

Il ricorso a nuova finanza e la partecipazione al capitale di rischio

Quello del ricorso a nuova finanza, ossia della concessione di nuovo credito, è uno degli aspetti più delicati e combattuti della vicenda risanatoria.

L'erogazione di nuove risorse finanziarie contrasta, in primo luogo, con l'obiettivo di fondo dei piani di ristrutturazione, ossia gestire nel modo più efficiente possibile delle posizioni di rischio di credito; in secondo luogo, per la comprensibile riluttanza dei creditori dell'azienda in crisi, già pesantemente colpiti. In particolare le banche vedrebbero aumentare la propria esposizione creditoria. Ad ogni modo, il ricorso a nuova finanza, rappresenta un ulteriore intervento in alternativa o unitamente alla ristrutturazione del debito. La mancanza in molti piani, come si diceva, della parte di definizione strategica, tende ad aggravare la situazione.

La raccolta di nuove risorse può avvenire attraverso tre canali:

- attraverso *la concessione di risorse finanziarie "fresche"* da parte dei creditori, in primis, bancari. Di solito la nuova finanza viene concessa dagli istituti bancari maggiormente esposti. Attraverso quindi, il canale creditizio.
- *attraverso interventi sul patrimonio netto nella forma dell'aumento di capitale* sottoscritto dagli attuali azionisti o da nuovi soggetti. Fra i nuovi soggetti coinvolti potrebbero rientrarvi soggetti istituzionali specializzati quali i fondi di private equity, le merchant banks, infine le banche creditrici, le quali potrebbero accettare una conversione dei propri crediti in azioni (*debt / equity swap*). Si tratta, nella sostanza, del canale azionario.
- *altre forme. L'emissione di obbligazioni convertibili e warrants*. Si tratta del canale obbligazionario o di altri canali alternativi, di nuova concezione.

La partecipazione al capitale di rischio delle imprese è una delle attività tipiche del merchant banker che in questo caso si troverebbe ad assumere un doppio ruolo, quello di advisor incaricato di formulare, attuare e monitorare il piano di ristrutturazione, e quello di azionista. La presenza della merchant bank di fiducia, all'interno della compagine azionaria dell'impresa risananda, lancia indubbiamente un segnale positivo, di fiducia nel risanamento, nei confronti di tutti coloro che sono interessati alla vicenda, perché si fanno portatori di interessi, a vario titolo, nei confronti dell'azienda stessa.

Tornando alle banche creditrici dell'azienda, l'assunzione di partecipazioni nel capitale delle imprese in crisi e lo scambio di debito (dell'impresa) con azioni è piuttosto frequente nei piani di ristrutturazione finanziaria proposti dagli advisor. L'accettazione da parte dei creditori di azioni in cambio di debito potrebbe, anche in questo caso, essere un segnale di fiducia, e quindi distensivo, da parte di quest'ultimi nel risanamento dell'impresa. Tale segnale, infatti, potrebbe smorzare le tensioni accumulate dall'ampia schiera di stakeholders interessata alle sorti dell'impresa, fra tutti, i lavoratori.

Oltre ad essere, a volte, l'unica via percorribile, la partecipazione al capitale azionario consente ai creditori di trarre profitto dai benefici economici della ristrutturazione, se questa dovesse essere completata con successo; offre quindi un maggior incentivo a conseguire un effettivo risanamento dell'impresa e non semplicemente il recupero dei crediti. La partecipazione al capitale azionario consente infine, di acquisire il diritto a partecipare attivamente alla gestione dell'impresa risananda attraverso ad esempio, la scelta dei componenti del consiglio di amministrazione.

La scarsa disponibilità delle banche creditrici a concedere nuovi finanziamenti all'impresa in crisi può essere attenuata dall'emissione a loro favore di obbligazioni convertibili o di warrants. Le obbligazioni convertibili sono strumenti finanziari ibridi, che combinano le caratteristiche delle obbligazioni tradizionali, concedendo il diritto al sottoscrittore di percepire una remunerazione in genere periodica (tranne che non si tratti di zero coupon bonds), ed il rimborso del capitale alla scadenza; danno altresì il diritto al detentore di convertire tali titoli di debito in un numero predefinito di azioni. L'emissione di tali strumenti consente all'impresa in crisi, di ottenere risorse finanziarie a tassi d'interesse inferiori rispetto a quelli praticati sui titoli di debito tradizionali; l'emittente, infatti, riconoscendo al sottoscrittore la possibilità di partecipare ai profitti dell'impresa, riesce ad ottenere uno "sconto" sul tasso di interesse del finanziamento, in un difficile momento della vita aziendale in cui il contenimento degli oneri è fondamentale. L'emissione di obbligazioni convertibili, peraltro, evita all'impresa la necessità di dover ricorrere all'emissione di azioni in un momento in cui verosimilmente il valore di mercato di queste è troppo "basso"; l'emissione di *convertibles* è invece percepita come un segnale positivo, di fiducia del management nelle sorti future dell'impresa. Dal lato dei sottoscrittori, l'emissione di *convertibles* riduce il conflitto d'interessi tra questi e gli azionisti che in situazioni di crisi tende ad essere molto forte a causa della divergenza di convenienza circa l'opportunità o meno di intraprendere delle azioni rischiose.

Le operazioni di asset restructuring

Nel paragrafo dedicato all'asset restructuring si sono analizzati gli interventi che hanno per oggetto gli attivi dell'azienda in crisi. L'intervento sugli attivi ha come fine la produzione di un ammontare di liquidità addizionale rispetto a quanto generato dalla gestione corrente. Tale liquidità si rende necessaria sia per attuare piani credibili di rientro dell'esposizione debitoria nei confronti dei creditori aderenti al piano, sia per destinare la liquidità al potenziamento delle aree di business su cui si concentrerà l'attività dell'azienda dopo la ristrutturazione. In questo senso, la dismissione e la liquidazione di cespiti e/o di aree di business sono complementari agli interventi di riprogettazione della struttura finanziaria dell'impresa in distress. In altre parole, le operazioni di *asset restructuring*, non possono considerarsi degli interventi di ristrutturazione finanziaria in senso stretto, ma non vi è dubbio che tali interventi vadano a produrre, più o meno istantaneamente, degli effetti sulla struttura finanziaria, modificandola sia sotto il profilo qualitativo che sotto il profilo quantitativo.

Gli interventi di asset restructuring possono posizionarsi *su tre livelli differenti per intensità e per impatto* sulla struttura finanziaria esistente.

Al primo livello si pongono tutti gli interventi di razionalizzazione delle combinazioni prodotto/mercato/tecnologia nelle quali i responsabili del salvataggio, hanno ritenuto opportuno concentrare le risorse dell'impresa. La razionalizzazione degli attivi presuppone l'individuazione e la valutazione a monte da parte della merchant bank, delle aree d'affari da considerare strategiche, alla luce del nuovo indirizzo che si vuole dare all'azienda, e quindi da mantenere, e delle aree d'affari da dismettere perchè estranee a tale indirizzo. Si tratta di interventi che mirano ad individuare tutte le ipotesi di azione in grado di

migliorare i livelli di margine operativo lordo e quelli destinati a comprimere la dinamica del capitale circolante netto, cioè le due variabili responsabili del valore assunto dal flusso monetario generato dalla gestione corrente.

Il secondo livello di interventi, si concreta nella dismissione di cespiti patrimoniali. Si tratta di un set di interventi più radicali rispetto i primi, che producono immediatamente i propri effetti sulla struttura degli attivi dello stato patrimoniale. Tali cessioni non nascono come decisione autonoma, bensì come conseguenza immediata del ridimensionamento della gestione operativa. I casi più frequenti riguardano l'eliminazione di linee di prodotti in perdita o con margini ridotti, l'esternalizzazione della produzione di alcune sue fasi o di altre attività, la dismissione di impianti non più strumentali con conseguente realizzo, la dismissione di cespiti immobiliari, tendenza che negli ultimi anni si è configurata come un'ulteriore opportunità di generare nuova ricchezza, la dismissione di titoli azionari e/o obbligazionari posseduti dall'impresa.

Il terzo livello di interventi rientra nell'area della finanza straordinaria.

Nell'ambito di questo terzo set di interventi rientrano tutte quelle operazioni che, secondo diverse modalità, modificano in misura sensibile la configurazione globale dell'impresa in termini di aree strategiche d'affari presidiate direttamente o tramite partecipazioni in altre imprese, sono raggruppabili in: *operazioni di dismissione di singole attività* e *operazioni di dismissione di aree di business*. Nel primo caso, la differenza rispetto alle azioni considerate nel secondo livello risiede nel fatto che, in questo caso, la vendita di cespiti è prevista fin dall'avvio del piano di risanamento come decisione autonoma e non come conseguenza diretta o mediata di altre azioni individuate nel piano di ristrutturazione.

Le operazioni di cui si discute comprendono l'alienazione di cespiti e la vendita del *patrimonio immobiliare*⁵, la cessione del portafoglio di *valori immobiliari*⁶.

Nel secondo caso invece, l'azione dei risanatori si concentra sulla ridefinizione del campo d'azione dell'impresa. Tali operazioni si concretizzano nella cessione di partecipazioni non strategiche; nella cessione di aree d'affari non rientranti nel core business dell'azienda, in altre parole non rientranti nel perimetro di attività che l'impresa ha scelto di darsi per il futuro; cessione a terzi, ovvero liquidazione di rami d'azienda previamente scorporati e così via. La finanza in questi casi assume significati "strategici", allorché si passa da atti di disposizione sulle singole attività alle eliminazioni di intere aree strategiche d'affari, cioè di complessi coordinati di risorse. La rilevanza di interventi sulle partecipazioni o sulle aree strategiche d'affari è intuitiva: tali operazioni da un lato contribuiscono a generare liquidità da destinare al risanamento; dall'altro lato, esse costituiscono una premessa indispensabile per la gestione futura dell'impresa, essendo finalizzata a ridisegnare il portafoglio di aree strategiche dell'azienda. In genere, tale ridisegno assume la forma di un ridimensionamento del campo.

I canali di disinvestimento delle partecipazioni al capitale di rischio

Nell'ambito degli investimenti di risorse proprie, le merchant banks, svolgono anche attività di acquisizione di quote di partecipazione al capitale di rischio di imprese a titolo temporaneo; la previsione della durata dell'investimento, costituisce un'importante elemento distintivo rispetto ad analoghi interventi effettuati da holding di partecipazioni. Va sottolineato che l'usuale breve durata dei singoli investimenti effettuati dalle merchant banks comporta un'elevato turnover nell'ambito del portafoglio partecipazioni e può contribuire in

⁵ La vendita delle immobilizzazioni è venuta assumendo nel corso degli ultimi anni un significato del tutto particolare nell'ambito delle strategie di "creazione del valore". La dismissione di cespiti immobiliari è venuta a configurarsi come un'opportunità di generare nuova ricchezza. Oggetto della dismissione possono essere, sia cespiti non ritenuti strumentali allo svolgimento dell'attività tipica dell'azienda, pertanto cedibili senza compromettere quest'ultima; cespiti "strategici" o strumentali all'attività caratteristica, che successivamente vengono "ripresi in leasing" dall'azienda cedente, la quale assume l'impegno di riacquistarli ad una scadenza predeterminata (sale and lease back).

⁶ Si tratta di altre attività sulle quali è possibile agire rapidamente al fine di recuperare liquidità. Se i titoli presenti nel portafoglio dell'impresa hanno un vasto mercato, gli stessi potranno essere ceduti senza particolari difficoltà e in tempi relativamente brevi. I proventi generati dalla cessione, spesso sono destinati a rimborsare i prestiti di cui i titoli stessi costituivano garanzia collaterale.

misura significativa al miglioramento del rendimento complessivo delle singole operazioni e di conseguenza, del risultato economico espresso dalla gestione caratteristica della loro attività.

Tuttavia, il raggiungimento di tale obiettivo è subordinato al verificarsi di due condizioni:

- la realizzazione di *capital gains*;
- la certezza della *dismissione del pacchetto azionario* precedentemente acquisito.

Con riferimento alla prima, va evidenziato che il valore del capitale azionario di un'impresa è notevolmente condizionato dai risultati economici conseguiti; pertanto, nell'ipotesi in cui la società partecipata già esprimeva performance di buon livello in termini di capacità di generare reddito, ulteriormente migliorate a seguito degli investimenti realizzati anche con le risorse rese disponibili dalla merchant, quest'ultima dovrebbe conseguire, in linea di massima, un plusvalore di non trascurabile entità, tra il prezzo di carico della partecipazione e quello di dismissione.

Fatta salva l'ipotesi che sia condizionato, in misura determinante, da fattori che assumono valore crescente con il trascorrere del tempo, il capital gain così ottenuto in termini assoluti, si attesta su una dimensione piuttosto costante, per cui se lo si rapporta al tempo, fa conseguire un innalzamento del rendimento inversamente proporzionale alla durata dell'investimento. Tale circostanza stimola notevolmente la dinamicità dell'attività di assunzione/dismissione di partecipazioni al capitale di rischio da parte delle merchant bank.

La seconda condizione è relativa allo smobilizzo delle partecipazioni. Di seguito verranno riportate le modalità tecniche di disinvestimento adottabili dalle merchant banks.

Le modalità di ristrutturazione del debito, del ruolo delle merchant bank e dei canali di disinvestimento sono stati studiati nell'ambito del piano di salvataggio della Holding Risanamento, riscontrando analogie tangibili con quanto esplicito nella parte teorica. Il gruppo Risanamento ben si adatta come caso aziendale nell'espletare i passaggi critici e la predisposizione di un piano credibile di turnaround.

L'elaborato ha voluto dapprima analizzare la situazione economico-finanziaria-reddituale del Gruppo, per poi passare in rassegna all'analisi dei piani (Industriale e Ristrutturazione del debito) previsti per salvare una delle realtà immobiliari italiane tra le più grandi in termini di patrimonio immobiliare.

Case Study: Gruppo Risanamento

Risanamento S.p.A. è la property company quotata del Gruppo Zunino, nata nel settembre 2002 attraverso la fusione per incorporazione della Bonaparte S.p.A. nella Risanamento Napoli S.p.A., a cui è seguito il delisting della Bonaparte S.p.A. dal mercato azionario.

Il Gruppo Zunino, che prende il nome dal suo fondatore, opera sin dall'inizio degli anni '80 nel settore immobiliare. L'attività, inizialmente concentrata sul comparto commerciale, si è evoluta successivamente verso la riqualifica e lo sviluppo di aree strategiche sul territorio italiano ed estero.

Risanamento S.p.A. è tra le più grandi società immobiliari quotate in Italia ed ha una capitalizzazione di mercato di oltre 800 milioni di euro. Con un portafoglio immobiliare di 3 miliardi di euro, il Gruppo Risanamento opera principalmente in:

- Promozione e sviluppo immobiliare;
- Investimenti immobiliari;
- Trading immobiliare.

E' quotata presso la Borsa di Milano; ha partecipazioni di minoranza nella Ipi, nella Impresol e nella Mariner e controlla diverse società in Italia e in Francia attive nella gestione di immobili di tipo residenziale. Possiede, in particolare, due grandi aree dismesse alla periferia e nell'interland milanese: l'ex Montecity a Milano-Rogoredo (periferia sudest), ribattezzata Milano Santa Giulia, e l'area Falck di Sesto San Giovanni, nell'interland nordest, la più grande area dismessa d'Italia.

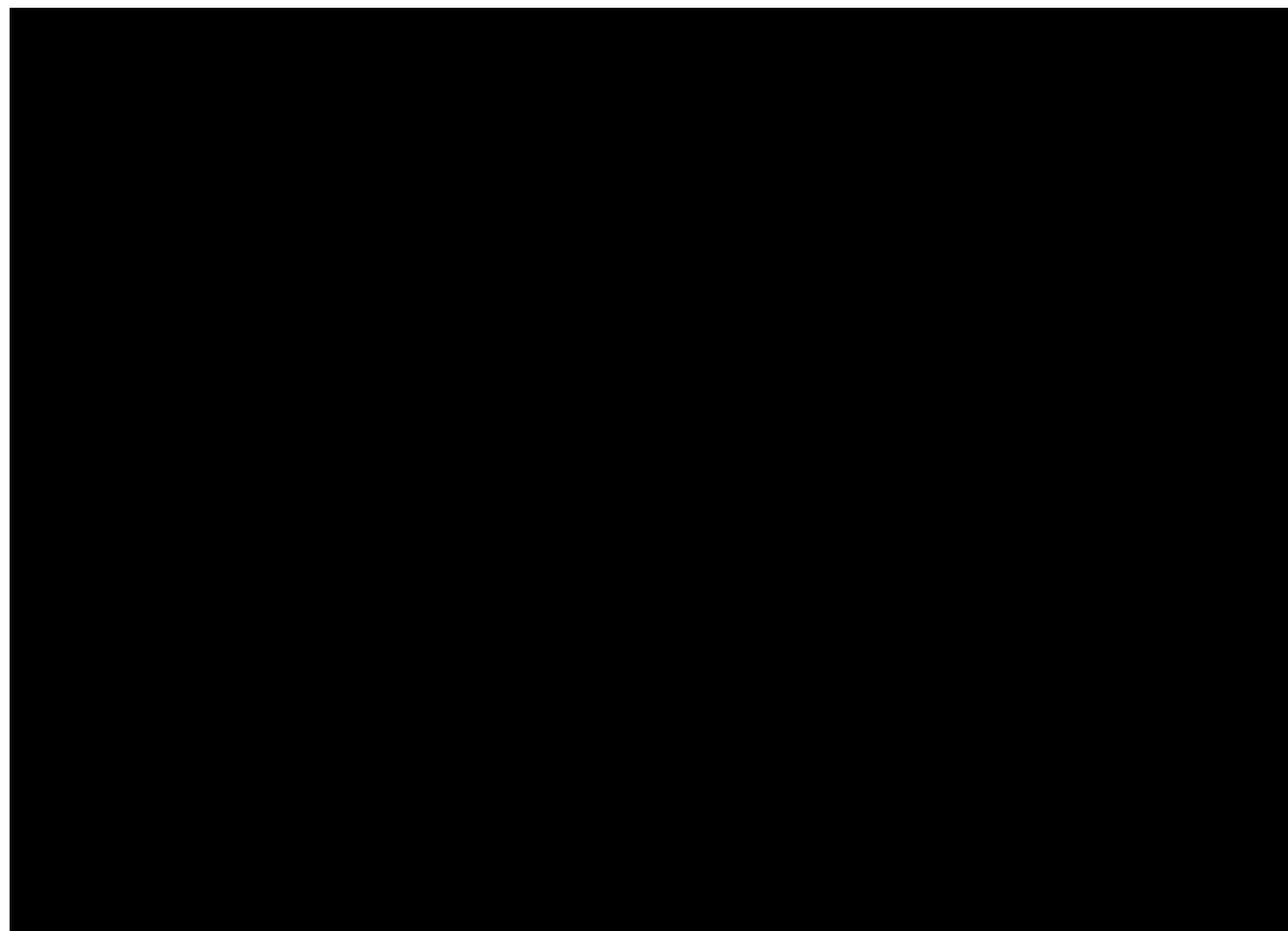
Lo studio nasce dall'istanza di fallimento presentata dai pm milanesi, a fronte di un indebitamento finanziario pari a ca 3 mld di € il quale mi ha dato uno punto di partenza per elaborare:

- La situazione economico-finanziaria del Gruppo attraverso una due diligence contabile;
- Analisi della ristrutturazione finanziaria proposta dalle principali Banche creditrici;
- Analisi del processo di turnaround in atto;
- Ipotesi di trasformazione in una SIIQ;

Relativamente al primo punto, la due diligence contabile è stata condotta attraverso un'analisi per indici di bilancio confrontando gli ultimi 3 esercizi di bilancio consolidato e comparando i risultati con gli indici di bilancio dei principali dei competitor.

Due diligence contabile

L'analisi è stata sviluppata studiando gli ultimi quattro bilanci consolidati del Gruppo, e attraverso l'uso di indici (margini e quozienti) è stato possibile individuare le cause della crisi. L'analisi della redditività netta parte dallo studio del ROE (Return On Equity)



Le cause che portano ad una progressiva riduzione del rendimento sul capitale proprio risiedono in parte per

ragioni legate alla riduzione dei ricavi registrata nel periodo 2006-2009 e in parte al costante aumento degli oneri finanziari gravanti sul periodo in esame. La perdita d'esercizio registrata nell'anno 2006 passa da € 8.702.000 a € 253.037.000 nel 2009, causa il ricorso spropositato della leva finanziaria e la progressiva riduzione dei ricavi dipendenti per lo più al periodo post crisi. I ricavi sono passati da €331 mln ed Ebit pari a €78 mln nel 2006 a €127 mln ed Ebit negativo pari a €54 mln nel 2009.

Per approfondire i motivi che hanno determinato la riduzione della redditività netta si è proceduto alla scomposizione in fattori del ROE, ottenuta mediante il calcolo dei seguenti indici:

- ROI (Return On Investment – redditività della gestione caratteristica), ottenuto dal rapporto tra risultato operativo e valore del capitale investito;
- rapporto di indebitamento, ottenuto dal rapporto tra valore delle passività (in tal caso finanziarie) e capitale netto;
- tasso di incidenza della gestione non caratteristica, ottenuto dal rapporto tra risultato netto d'esercizio e risultato operativo caratteristico.

Dall'analisi dei fattori che compongono il ROE emerge che il suo andamento è dovuto a:

- Riduzione del ROI;
- Aumento del rapporto di indebitamento, soprattutto tra il 2007 e 2008;
- Acutizzazione sostanziale dell'incidenza della gestione non caratteristica;

In particolare, oltre all'analisi dell'andamento della gestione caratteristica, è stata effettuata un'analisi dell'area finanziaria.

Nel 2007 il peggioramento del tasso di incidenza della gestione non caratteristica è dovuto unicamente all'incremento degli oneri finanziari, passati da €64.393.000 nel 2006 a €164.000.000 previsti nel 2009.

Nel corso del periodo d'esame il rendimento passivo⁷(Kd) sui debiti è maggiore del rendimento del capitale investito per tutti i quattro anni oggetto di valutazione, dove da un lato è bene tener in considerazione che si sta analizzando un'azienda operante nel settore del real estate, il che significa ampio uso della leva finanziaria, dall'altro lato l'uso spropositato della leva ha compromesso l'intera struttura societaria.

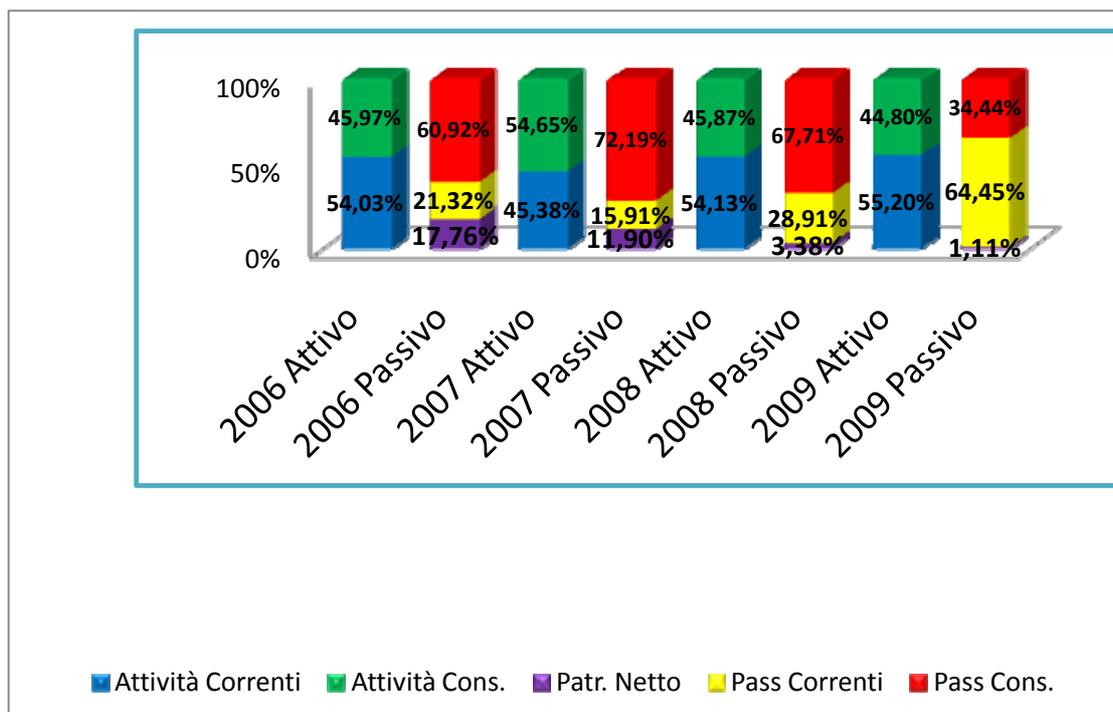
Il peggioramento di tali indici scaturisce dalle seguenti ragioni:

- Il Gruppo Risanamento opera in tre settori: sviluppo, reddito e trading. E' proprio da quest'ultimo che dipende la riduzione dei ricavi pari al 30% circa negli anni 2007/08/09.
- La crisi finanziaria internazionale ha colpito principalmente il settore degli investitori istituzionali, determinando una forte riduzione delle operazioni di compravendita. Le difficoltà del settore immobiliare sono sintetizzate dalla riduzione del fatturato, ovvero del giro di affari che deriva dalle compravendite, prodotto dal calo degli scambi e dei valori.

L'immobiliare nel 2009 ha generato nel nostro paese circa 110 miliardi di euro di fatturato in termini di compravendite, importo che a fine del 2007, prima cioè che la crisi si manifestasse compiutamente, ammontava a 154 miliardi di euro. La riduzione è da attribuirsi soprattutto al numero delle transazioni ed in misura minore alla riduzione dei valori.

L'azienda, quindi, ha affrontato nel 2007 un peggioramento della redditività delle vendite, solo parzialmente compensato dall'incremento dei ricavi derivanti da cessioni di immobili del settore trading e sviluppo. Dall'analisi del conto economico si evidenzia un notevole incremento dell'incidenza delle variazioni delle rimanenze, a causa del congelamento del settore trading, e di un incremento della voce "Minusvalenze e Svalutazioni", a causa di valutazioni fin troppo ottimistiche del fair value del patrimonio immobiliare del gruppo. L'analisi è proseguita con lo studio dell'assetto patrimoniale attraverso indici di elasticità/rigidità, di autonomia, di correlazione. Il grafico mette in risalto la struttura dell'attivo e del passivo negli ultimi 4 anni, evidenziando l'aumento spropositato delle passività a breve.

⁷ Tale valore è dato dal rapporto Oneri Finanziari su Debiti Finanziari



Il grafico mostra come il Gruppo Risanamento non abbia mai mantenuto fino al 2009 un equilibrio ponderato tra le fonti, dove il grado di elasticità degli impieghi supera di poco il 60% in linea con quello delle altre aziende operanti nel settore del real estate. L'aumento progressivo delle passività a breve ha definitivamente declamato la situazione di dissesto del Gruppo. Il valore delle passività a breve è frutto da un lato delle scadenze delle moratorie concesse negli anni precedenti, e dall'altro lato delle continue iniezioni di liquidità a breve per far fronte al periodo di congelamento della attività di trading.

L'azienda non ha saputo fronteggiare tale spirale negativa che la porterà a cedere i principali immobili dell'area "Sviluppo", al fine di evitare il completo dissesto del Gruppo.

Dalla due diligence svolta, da un punto di vista patrimoniale e finanziario, è auspicabile che l'azienda:

- rafforzi ulteriormente la correlazione tra fonti e impieghi mediante l'apporto capitali a medio e lungo termine;
- cerchi di ridurre ulteriormente il periodo di esposizione finanziaria, mediante cessione di immobili non strategici e che consentano un più rapido smobilizzo dei debiti.
- stipuli accordi di moratoria in modo tale da non soffocare la spirale creditizia

Le potenzialità prospettiche dell'azienda legate alla capacità di mantenere un adeguato margine di redditività sulle vendite sono oggettivamente tangibili, poiché trattandosi di immobili aventi fair value molto elevati, avranno e hanno avuto un ruolo del tutto decisivo nel rendere credibile il piano di salvataggio.

Turnaround e Ristrutturazione Finanziaria

La situazione economico-finanziaria pocanzi descritta ha inevitabilmente determinato l'istanza di fallimento richiesta dai pm milanesi. Tale istanza è stata rigettata dal Tribunale di Milano (15.11.09) a fronte del nuovo Piano Industriale 2009-2014 e del processo di turnaround presentato dal Gruppo, ritenuti idonei a salvaguardare Risanamento spa.

Linee guida Piano Industriale 2009-2014

Il Piano Industriale prevede:

- la dismissione graduale del portafoglio trading;
- il mantenimento del patrimonio immobiliare estero, rappresentato da immobili di pregio situati in location cosiddette “premium” in Francia e in U.S.A., e sua valorizzazione attraverso azioni di massimizzazione dei ricavi da affitto;
- la prosecuzione della valorizzazione dell’Area ex-Falck, l’ottenimento dell’approvazione completa dei progetti definitivi e la successiva vendita dell’area pianificata per l’anno 2012, salvo opportunità di alienazione anticipata ;
- la valorizzazione dell’area di Milano Santa Giulia Nord anche attraverso la richiesta di una variante al progetto definitivo attualmente approvato, al fine di cogliere le significative opportunità generate da recenti normative per un incremento degli spazi di superficie realizzabili. Il piano prevede lo sviluppo della successiva costruzione in partnership con un altro operatore;
- il completamento delle opere di urbanizzazione nell’area di Milano Santa Giulia Sud, alienazione di alcuni lotti a destinazione mista, completamento delle realizzazioni del complesso direzionale Sky e prosecuzione del contratto di affitto di lungo termine con la stessa Sky;

Il Piano Finanziario per il periodo 2009-2014 redatto, con l’assistenza di Leonardo & Co, elabora ed illustra le previsioni dei flussi finanziari attesi in tale periodo, sulla base delle azioni e delle previsioni del Piano Industriale e sulla base degli accordi di ristrutturazione del debito ottenuti dalle principali Banche creditrici. Il materiale reperito, relativamente al Piano Industriale e all’Accordo di Ristrutturazione, mi ha permesso di costruire e sviluppare SP e CE prospettic, evidenziando la futura struttura patrimoniale e reddituale dell’azienda oggetto di studio.

Tale piano analizza l’evoluzione patrimoniale ed evidenzia la progressiva riduzione dell’indebitamento finanziario a livello di Gruppo e di singola società. Qui di seguito verranno sintetizzati i principali interventi volti a tutelare il patrimonio aziendale.

La ristrutturazione Finanziaria del Gruppo

La ristrutturazione finanziaria prevede una stipula di accordi tra la Holding Gruppo Zunino e la controllata Risanamento spa, sottoscritti in data 2.09.2009.

Gli accordi prevedono approssimativamente tutte le modalità di ristrutturazione del debito conosciute in dottrina: riscadenziamento debiti, moratorie, aumento di capitale, POC..etc.

L’Accordo di Ristrutturazione, in particolare, prevede un sostanziale rafforzamento patrimoniale della Capogruppo e una consistente immissione di liquidità a favore della stessa. Qui di seguito saranno sintetizzate i principali interventi volti a rafforzare lo Stato Patrimoniale per il periodo 2009-2014:

1) *Aumento di capitale*: previa eliminazione del valore nominale espresso delle azioni ordinarie, è stato deliberato il 30 novembre 2009 da Risanamento Spa un aumento di capitale, con opzione a favore degli aventi diritto rappresentati dai Soci e dagli attuali obbligazionisti, per un importo complessivo di 150 milioni di euro e con attribuzione al Consiglio di Amministrazione di Risanamento della facoltà di collocare gratuitamente presso terzi i diritti per la sottoscrizione dell’inoptato.

2) *Prestito convertendo*: sarà emesso da Risanamento Spa un prestito obbligazionario convertendo (POC), con opzione a favore degli aventi diritto rappresentati dai Soci e dagli attuali obbligazionisti, per complessivi 350 milioni di euro, con scadenza 31 dicembre 2014 la cui sottoscrizione sarà garantita dalle Banche tramite utilizzo dei loro crediti chirografi dalle stesse vantati nei confronti di Risanamento S.p.A..

3) *Concessione finanziamento*, per un ammontare complessivo di Euro 272.000.000,00 e con scadenza al 31 dicembre 2014, che Risanamento S.p.A. potrà utilizzare, in caso di necessità, per il rimborso (alla scadenza ovvero in via anticipata) del prestito obbligazionario convertibile in azioni ordinarie di Risanamento S.p.A.

emesso in data 10 maggio 2007 per un importo complessivo nominale di Euro 220.000.000,00, con scadenza il 10 maggio 2014.

4) Riscadenziamento tra alcune società del Gruppo Risanamento e Istituti di credito o società controllate dalla stessa fino a tutto il 31.12.2014; resta salva la possibilità per Risanamento Spa di chiedere comunque i pagamenti, ove necessario, in relazione alle esigenze di tesoreria;

5) E' prevista la cessione di crediti IVA, considerati esigibili, con flusso aggiuntivo di cassa per € 76.000.000,00;

6) E' inoltre prevista la liberazione di ulteriore risorse liquide per € 73.000.000,00 entro il 31.5.2010, attraverso la sostituzione di depositi cauzionali vincolati a favore di Fondiaria Sai e di Unicredit con garanzie fideiussorie che saranno appositamente rilasciate dalle cinque "banche aderenti".

Piano Industriale: dimissioni e cessioni partecipazioni

L'accordo di ristrutturazione è stato oltresì supportato dal piano industriale, che prevede strategie di rifocalizzazione e strategie di disinvestiture.

Il piano Industriale per il quinquennio 2009-2014 è sviluppato con riferimento ai quattro fondamentali comparti produttivi in cui è possibile suddividere l'attività imprenditoriale di risanamento spa e delle altre società del gruppo: blocco trading, blocco estero, blocco Falck, blocco Santa Giulia.

Blocco Trading

Il primo settore considerato è il blocco trading, ovvero l'attività di acquisto e rivendita di unità immobiliari. In questo ambito è stata programmata una decisa accelerazione delle dimissioni, in modo da ottenere nel biennio 2009-2010 un consistente flusso finanziario in entrata. Più precisamente, le alienazioni immobiliari dovrebbero portare nelle casse del gruppo una somma pari a circa €93 mln, coerente con i valori di perizia acquisiti dall'esperto. Le vendite interessano anche le quote di alcune società partecipate, qualificate "non strategiche".

Blocco Estero

Risanamento spa è titolare in numerose società estere, che a loro volta detengono importanti patrimoni immobiliari. In questo comparto non sono previste dimissioni, gli immobili mantengono la loro destinazione a reddito, con previsione di incremento progressivo degli introiti da €68 mln nel 2010 sino ad arrivare ad € 83 mln nel 2014.

Nondimeno la gestione di questo patrimonio sarebbe destinata a generare costi medi per circa 13 mln di euro per anno, fatta salva una previsione più onerosa per il 2010 (pari a circa €17 mln) a causa di lavori di ristrutturazioni programmati, da eseguirsi presso uno degli immobili ubicati a New York. Il fabbisogno del quinquennio sarebbe quindi pari a circa €67 mln.

Blocco Santa Giulia

L'area di Santa Giulia rappresenta, insieme all'area Falck, la componente patrimoniale e imprenditoriale più rilevante di tutto il gruppo. In questo contesto sono stati già realizzati alcuni degli interventi inizialmente pianificati. Il piano prevede la dimissione parziale dell'area, programmata per il 2012, limitatamente ad una porzione del 45% del totale, per un valore ipotizzato di €420 mln. Il potenziale acquirente non è stato ancora individuato e dovrebbe essere reperito nella logica di costruzione di una partnership strategica.

Blocco Falck

Per questa seconda macro area- proprietà di Immobiliare Cascina Rubina, interamente controllata da Risanamento spa- l'intervento di conversione non è ancora iniziato. Il piano prevede la cessione dell'intera area entro il 2012 ad un prezzo oggi stimato di €450 mln, valore già oggetto di una recente trattativa di vendita, poi naufragata. Con riferimento a questo comparto imprenditoriale, Banca Intesa ha concesso una moratoria sui debiti già scaduti sino al 31.12.2012.

Gli interventi di ristrutturazione e di rilancio pocanzi descritti, mi hanno permesso di costruire (grazie anche ai documenti reperiti presso le due principali società di consulenza immobiliare del Gruppo) dei CE e SP

prospettici in grado di sviluppare e analizzare l'evoluzione patrimoniale e reddituale di Risanamento nei prossimi 5 anni.

Conto Economico Prospettico: sviluppo e considerazioni sui risultati

(valori in migliaia)	Consolidato	Consolidato	Consolidato	Consolidato	Consolidato	Consolidato
	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14
Ricavi da locazione	43.000	42.000	46.600	70.000	83.000	89.000
Ricavi estero	64.000	68.000	71.000	77.000	80.000	83.000
Ricavi da sviluppo/trading	47.072	409.850	234.554	328.854	41.854	127.854
	(39.644)	(12.507)	(22.100)	-	-	-
Variazioni delle rimanenze						
Valore Della Produzione	127.871	507.350	374.254	475.854	204.854	299.854
	0	0	0	0	0	0
Acquisti di immobili	(124.312)	(133.270)	(122.304)	(138.941)	(98.560)	(83.870)
Costi operativi (servizi, personale)						
EBITDA	3.3559	383.038	(251.950)	336.913	106.296	215.984
Ammortamenti	(27.839)	(27.839)	(24.600)	(22.540)	(19.100)	(16.100)
Plusvalenze/Minusvalenze/ svalutazioni	(29.734)	(35.234)	(19.112)	(14.830)	(6480)	2.300
EBIT	(54.014)	319.965	208.238	299.543	80.706	202.184
Quota di partecipazioni in imprese collegate	(13.198)	(13.198)	(13.198)	(13.198)	(13.198)	(13.198)
Proventi Finanziari	5597	5597	5597	5597	5597	5597
Oneri Finanziari	(164.297)	(141.497)	(122.297)	(103.097)	(95377)	(54.330)
Risultato prima delle imposte	(225.912)	170.867	85.941	183.248	(22.272)	189.153
Imposte	(27.125)	(46.988)	(23.633)	(50.393)	(6124)	(52.017)
Utile (perdita) d'esercizio	(253.037)	123.879	62.307	132.854	(28.396)	137.135

La costruzione di tali CE prospettici è frutto dell'analisi e delle informazioni reperite nei documenti (accordo di ristrutturazione e piano industriale) valutati nell'elaborato e da assunzioni implicite derivanti dallo studio di bilanci d'esercizio storici (es: quote fisse annuali di accantonamenti/ammortamenti/costi operativi).

La tabella del Conto Economico prospettico mostra come nel 2010 il gruppo Risanamento torni dapprima con un utile positivo pari 123 milioni di euro per poi attenuarsi nei successivi due anni. Occorrerebbe soffermarsi su ogni singola voce, affinché si scompongano i passaggi che portano a dimostrare che il Gruppo è in grado, grazie al piano di risanamento, di generare valore nel lungo periodo per suoi stakeholder, ma la documentazione a mia disposizione andrebbe oltre l'obiettivo di tale elaborato.

Sviluppando tale prospetto si nota immediatamente che le ragioni che portano da una situazione di completo dissesto, con una perdita pari a €253 mln nel 2009, ad una di "normalità" risiedono principalmente ad azioni di carattere straordinario. Non è avverabile definire un'azienda sana semplicemente esaminando il reddito netto, è indispensabile che si scompongono le principali voci che caratterizzano ad esempio l'Ebit. Ho volutamente separare i ricavi in base alla provenienza, per sottolineare come gli "ottimi" risultati di periodo previsti per gli anni 2010, 2011, 2012 e 2014 sia determinati per circa il 60% (media ponderata degli anni presi in considerazione) da ricavi di carattere straordinario (inteso come ricavi non ricorrenti negli anni precedenti). Il piano finanziario prevede un'attenta strategia di dismissione degli immobili, la quale permette al gruppo Risanamento di focalizzarsi sul proprio settore "core", ossia il settore reddito, dove i ricavi sono imputati alla semplice locazione degli immobili posseduti. La strategia posta in essere, oltre ad abbandonare il settore Trading (cui dovrebbe generare un valore di circa €93 mln), si focalizza sulla massimizzazione dei contratti di locazione in Italia ed Estero e sullo sviluppo delle due aree Milano S. Giulia e area Falck (settore "sviluppo" del Gruppo).

Stato Patrimoniale Prospettico e interventi su la Posizioni Finanziaria Netta del Gruppo

La costruzione e lo sviluppo prospettico dello stato patrimoniale del Gruppo Risanamento, verte principalmente ad analizzare la posizione finanziaria netta e le relative operazione su capitale che interesseranno il quinquennio 2009-2014. La tabella qui di seguito mostrerà il valore delle attività e passività in base agli accordi sintetizzati nel paragrafo precedente.

La tabella mostra la PFN dal 2009 al 2014, e evidenzia una crescita diminuzione delle passività a breve e non.

Valori in €000	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14
Passività Finanziarie correnti	(1.857.070)	(1.633.689)	(1.514.167)	(1.352.826)	(1.314.026)	(958.091)
Passività Finanziarie non correnti	(1.125.515)	(1.112.715)	(1.069.715)	(1.026.715)	(987.915)	(837.915)
Disponibilità e Cassa	106.730	237.730	275.000	220.000	190.000	203.500
Crediti finanziari, titoli e altre attività equivalenti	17.037	17.000	17000	17.000	17000	17.000

Posizione	Finanziaria	(2.858.818)	(2.491.674)	(2.291.882)	(2.142.541)	(2.094.941)	(1.575.506)
Netta							

Come mostra la tabella dello PFN prospettica, l'imperativo categorico per il Gruppo è fronteggiare le passività a breve che nel 2009 hanno subito un'accelerazione senza precedenti e che ne hanno compromesso definitivamente la struttura patrimoniale dell'azienda.

La stipulazione degli accordi e l'impegno all'attuazione degli stessi, in conformità alle previsioni del piano finanziario e del piano industriale, introducono indubbiamente una discontinuità rispetto alle precedenti scelte gestionali di Risanamento e delle altre società del gruppo.

L'attenzione deve essere riposta, in particolare, sulla capacità del piano di generare in tempi molto brevi la disponibilità di risorse liquide certe per un importo quasi di € 300.000.000, derivanti dalla sottoscrizione dell'aumento di capitale per e 130.000.000, dalla sostituzione dei depositi cauzionali con garanzie fideiussorie per € 73.000.000, e dalle vendite programmate nel comparto trading per € 93.000.000. Queste risorse appaiono (seppur con la mia riserva) idonee a fronteggiare i debiti scaduti sino a tutto il 31.12.2010. Non si può inoltre escludere che i flussi in entrata siano anche maggiori di quelli indicati, poiché, da un lato, le Banche Aderenti hanno sottoscritto l'aumento di capitale senza praticare alcuna compensazione con i propri crediti chirografi pregressi, con conseguente disponibilità effettiva di altri € 20 mln; per altro verso, le banche aderenti dovrebbero concedere effettivamente l'ulteriore linea di credito di € 76 mln, garantita per il credito IVA di corrispondente importo. Si potrebbe quindi ottenere un'iniezione di liquidità ulteriore per circa € 96 mln. Di fatto tale ipotesi non appaiono poco probabili, considerato il forte interesse mostrato apertamente dalle dette Banche alla positiva conclusione del piano di ristrutturazione. Fra gli obiettivi di priorità assoluta vi è senza dubbio l'intento di diminuire le passività finanziarie; intento che sembra esser tangibile data l'ampia adesione all'accordo.

Gli interventi di ordine primario sono stati e saranno per il 2009-2010, il fronteggiamento delle passività a breve, le quali sono aumentate del 123% dal 2008 al 2009. Le cause risiedono principalmente nelle scadenze delle moratorie già concesse nel 2006, le quali hanno inevitabilmente causato uno squilibrio finanziario di breve. Inoltre i banchieri del gruppo, Intesa San Paolo in testa, avevano sinora reagito concedendo linee di credito a breve termine per importi relativamente piccoli, in modo da mantenere in vita il gruppo nella speranza che il mercato immobiliare si stabilizzasse e si potesse procedere ad una ordinata liquidazione. Questa speranza sembra essere sempre più remota, soprattutto dopo che è sfumata la cessione di una delle maggiori proprietà ad un investitore arabo.

Le azioni, quindi, poste in essere prevedono dapprima un'ulteriore moratoria dei debiti scaduti del 2009 (proroga della moratoria fino al 2014), e un'iniezione di liquidità derivante da: sostituzione dei depositi cauzionali con garanzie fideiussorie per € 73.000.000, aumento di capitale e cessione del 15% nel 2009 e del 20% nel 2010 dell'area S. Giulia (valore stimato pari € 290 milioni).

Relativamente alle passività consolidate, le quali sono costituite per il 59% da debiti di m/l termine verso banche; per il 19% dal prestito obbligazionario; per il 18% da passività per locazioni finanziarie e per il 4% da strumenti di derivati per copertura; il Gruppo prevede i seguenti interventi:

- La passività relative al Poc hanno un'alta probabilità di essere trasformate per il 70% in capitale di rischio, con conseguente riduzione delle passività per ca € 300 milioni e con conseguente cambio di "timone" (le tre principali banche assumerebbero il controllo del Gruppo);
- Le passività a m/l lungo termine subiranno una progressiva decurtazione per un valore complessivo pari a € 600 milioni (escluso la conversione del Poc), grazie alla dismissione totale del settore trading, cessione del 45% dell'area S. Giulia e area Falck, cessioni di partecipazioni (IPI, Sviluppo Comparto 3 e 4, 30% del patrimonio immobiliare francese);
- Negli anni 2012 e 2014 lo SP subirà delle forti oscillazioni delle voci di bilancio, poiché sono previsti nel 2014 la maggior parte delle scadenze dei debiti per moratorie e nel 2012 una riduzione

sostanziale delle passività grazie al completamento previsto dell'alienazioni di immobili di maggior valore;

Tali operazioni permetteranno una riduzione della PFN pari a ca 1.330 miliardo di euro con conseguente riduzione dell'attivo netto per alienazioni pari a ca 1 miliardo di euro. Il tribunale di Milano, previa analisi del piano di risanamento da parte di esperti, ha ritenuto opportuno omologare l'accordo di ristrutturazione dei debiti, giustificata per lo più dal valore di mercato del patrimonio immobiliare del gruppo e da una fiduciosa e speranzosa alienazione di gran parte degli immobili entro il 2012.

La ristrutturazione finanziaria del Gruppo è stata avallata da circa il 70% dei creditori, sintomo di una forte coesione tra istituti finanziari e Risanamento spa. Gli strumenti impiegati per salvare l'azienda non hanno previsto l'utilizzo di operazione di finanza straordinaria, quali le M&A e il LBO, ma semplicemente le classiche operazioni di ristrutturazioni del debito: moratorie, cessioni partecipazioni e immobili e riscadenziamenti dei debiti.

L'appendice sviluppata nella tesi propone ipotesi scenariste circa la trasformazione in una SIIQ, avallate dalla situazione patrimoniale e reddituale in cui dovrebbe trovarsi il Gruppo Risanamento spa nel 2014. Data la dismissioni di immobili-partecipazione del settore trading e settore sviluppo, nel 2014-2015 il Gruppo percepirà ricavi per oltre il 80% unicamente dal settore reddito, ossia ricavi da locazione immobiliare. Tale caratteristica è una dei presupposti reddituali per poter trasformarsi in una SIIQ e nel contempo di beneficiare di determinati vantaggi fiscali.

Appendice B Ipotesi di trasformazione in una SIIQ

Il panorama delle imprese presenti sul mercato finanziario italiano si è arricchito di una nuova forma, le società di investimento immobiliare (SIIQ), che affianca ma non sostituisce i già presenti fondi immobiliari chiusi. Le asimmetrie nel trattamento fiscale, previsto per i fondi immobiliari e per le SIIQ, delineano un modello italiano di investimento immobiliare strutturato su due alternative: il fondo immobiliare si dedica sia allo sviluppo che alla locazione, mentre la SIIQ, in misura prevalente alla locazione. L'analisi del regime fiscale dovrebbe comportare indifferenza nell'adozione della forma giuridica di fondo o SIIQ, ma così non è, date le irragionevoli e vistose distorsioni.

Per verificare se la società può optare per il regime SIIQ, è necessario che:

1. l'oggetto dell'attività sociale sia principalmente la locazione immobiliare;
2. le sue azioni siano negoziate in un mercato regolamentato italiano (SPA o SAPA quotate), con la possibilità di applicare la disciplina anche a non quotate a condizione che siano partecipate da una SIIQ almeno al 95% (sia dei diritti di voto in assemblea ordinaria, sia della partecipazione agli utili);
3. nessun socio possieda direttamente o indirettamente più del 51% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, più del 51% dei diritti di partecipazione agli utili ed almeno il 35% delle azioni sia detenuto da soci che non possiedano direttamente o indirettamente più dell'1% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più dell'1% dei diritti di partecipazione agli utili; in questo modo la partecipazione azionaria risulta sufficientemente diffusa tra il pubblico.

Affinchè sia possibile optare per il regime speciale è necessario possedere due requisiti: patrimoniale e reddituale.

L'attività di locazione immobiliare si considera svolta in via prevalente se gli immobili posseduti a titolo di proprietà o di altro diritto reale ad essa destinati rappresentano almeno l'80% dell'attivo patrimoniale (parametro patrimoniale) e se, in ciascun esercizio, i ricavi da essa provenienti rappresentano almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico(parametro reddituale). Agli effetti della verifica di detti parametri, assumono rilevanza anche le partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie secondo

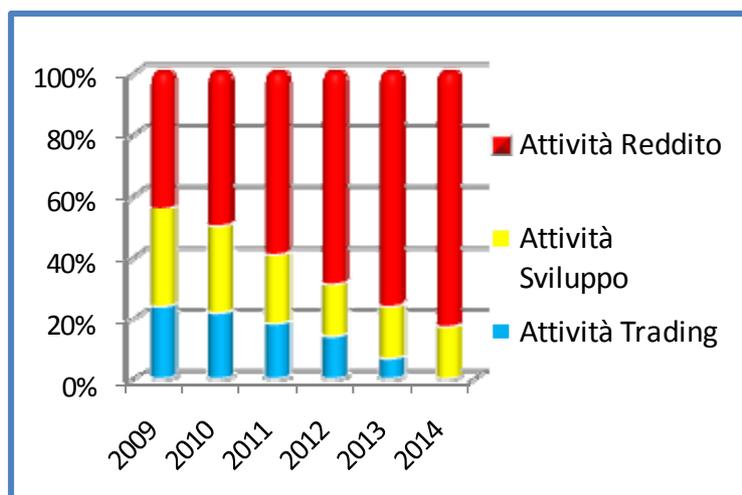
quanto stabilito dai principi contabili internazionali (si considerano immobilizzazioni finanziarie le partecipazioni di controllo e di collegamento), detenute in altre SIIQ nonché quelle detenute in società non quotate (ma partecipate da una SIIQ al 95%) e i relativi dividendi formati, a loro volta, con utili derivanti dall'attività di locazione immobiliare svolta da tali società.

In caso di alienazione degli immobili e dei diritti reali su immobili, anche nel caso di loro classificazione tra le attività correnti, ai fini della verifica del parametro reddituale, concorrono a formare i componenti positivi derivanti dallo svolgimento di attività diverse dalla locazione immobiliare soltanto le eventuali plusvalenze realizzate.

La mancata osservanza per due esercizi consecutivi di una delle condizioni di prevalenza sopra indicate determina la definitiva cessazione dal regime speciale e l'applicazione delle ordinarie regole già a partire dal secondo dei due esercizi considerati.

Requisito Reddituale e Patrimoniale

Relativamente al Gruppo Risanamento ho sviluppato l'ipotesi di trasformazione in una SIIQ, forte del fatto che nel biennio 2010-2012 sarà dismesso il 75% del patrimonio immobiliare del settore "sviluppo" e il 90% del settore "trading", mentre sarà massimizzato il settore "reddito". Qui di seguito saranno sviluppate le variazioni del patrimonio immobiliare, in modo tale da evidenziare l'eventuale requisito patrimoniale richiesto dalla normativa SIIQ.



La tabella mostra l'evoluzione del patrimonio immobiliare dal 2009 al 2014. Come si evidenzia dal grafico, nel 2009 l'attivo immobiliare è composto per il 44% dall'attività reddito, per il 32% dell'area sviluppo e il restante 24% nell'attività di trading. Le azioni poste in essere, specificate nel paragrafo "Piano Industriale", vertono e seguono una strategia ben delineata: focalizzazione sul proprio core business (attività reddito) e dimissione graduale del portafoglio trading e sviluppo.

Analizzando nel dettaglio il piano industriale mi è stato possibile delineare il futuro patrimonio immobiliare del Gruppo Risanamento. In particolare facendo fede a quanto delineato nel piano, esso prevede la completa dismissione delle attività di trading, quindi, applicando quote costanti (diminuzione di €136.419 per ogni anno) per il quinquennio preso in considerazione, le attività passano dall'attuale 24% a pressoché lo 0%. Dall'altro lato, il piano prevede la dismissione delle attività sviluppo per un valore contabile di €600 mln, contro gli attuali €923 mln. In particolare, è pianificata la dismissione pari al 45% dell'area S. Giulia entro il 2012, e l'alienazione graduale dell'area Falck per un valore contabile complessivo di €328 mln. Il requisito patrimoniale previsto per le SIIQ sembra essere soddisfatto già dal 2013, dove l'attività reddito passa dall'attuale 44% al futuro 83%. La costruzione di tale scenario fonda le sue basi su semplici presupposti:

- *Rifocalizzazione sul core business del Gruppo*: la massimizzazione dei contratti locativi e le relative alienazioni/ dismissioni di immobili/partecipazioni ha ancor di più avallato tale ipotesi.

TABELLA: Evoluzione asset Gruppo Risanamento

Attività	in	2009	2010	2011	2012	2013	2014
----------	----	------	------	------	------	------	------

€/000						
Reddito	1.265.009	1.265.009	1.328.259	1.354.824	1.381.920	1.409.558
Sviluppo	923.254	724.514	525.774	327.034	327.034	302.000
Trading	682.908	545.679	409.260	272.841	136.422	0
Totale	2.870.361	2.535.202	2.263.293	1.954.699	1.845.376	1.711.558

- *Gestione snella e trasparente della Holding*: Nel 2014, qualora si esercitasse il prestito convertendo (350 mln di € convertiti in azioni), vi sarebbe un radicale cambiamento della struttura del Gruppo, dove le principali Banche aderenti all'accordo diverrebbero di fatto le controllanti di Risanamento spa.

Requisito Reddituale

Come abbiamo pocanzi descritto, è indispensabile possedere oltre che il requisito patrimoniale anche un requisito reddituale, al fine di poter usufruire delle asimmetrie fiscali che tale regime speciale offre.

Il flusso dei ricavi prospettico analizza l'evoluzione dell'allocazione dei ricavi a seguito delle attività poste in essere. La tabella è stata ripresa dall'analisi del Conto Economico Prospettico sviluppata nel capitolo 4 della tesi, focalizzando essenzialmente le voci di ricavo suddivise per attività

(valori in migliaia)	Consolidato											
	31.12.09		31.12.10		31.12.11		31.12.12		31.12.13		31.12.14	
Ricavi da locazione	43.000	30%	42.000	8%	46.600	13%	70.000	14%	83.000	39%	89.000	30%
	64.000	41%	68.000	13%	71.000	20%	77.000	16%	80.000	39%	83.000	27%
Ricavi da locazione/estero	47.072	28%	409.850	79%	234.554	67%	328.854	70%	41.854	22%	127.854	43%
Ricavi da trading/sviluppo	(39.644)		(12.507)		(22.100)		-		-		-	

Il Conto Economico Prospettico del Gruppo Risanamento subirà delle forte oscillazioni nei successivi anni, non permettendo così di usufruire sin dal 2010 dei sgravi fiscali previsti dalla trasformazione in una SIIQ.

La voce ricavi sarà composta, per il triennio successivo, da ricavi da cessioni/alienazioni di immobili/partecipazioni. L'ipotesi concernente la trasformazione giuridica in una SIIQ fonda le sue basi sulla configurazione dell'assetto patrimoniale e reddituale alla fine del piano industriale 2009-2014.

Come mostra la tabella, i ricavi da locazione (sia esteri che nazionali) raggiungerà la soglia del 78% nel 2013, obiettivo soglia del requisito reddituale. A mio avviso e dando fede a tale ipotesi, il 2013 si configura come l'anno per la possibile richiesta alla nuova forma giuridica, soddisfacendo sia il requisito patrimoniale sia reddituale previsto dalla normativa.

Esenzione dall'imposizione IRES/IRAP – trattamento delle perdite fiscali

Dal periodo d'imposta da cui ha effetto l'opzione per il regime speciale, il reddito d'impresa derivante dall'attività di locazione immobiliare è esente dall'IRES e la parte di utile civilistico ad esso corrispondente è assoggettata ad imposizione in capo ai partecipanti. Analoga esenzione si applica anche agli effetti dell'IRAP, tenendo conto, a tal fine, della parte del valore della produzione attribuibile all'attività di locazione immobiliare. Le quote dei componenti positivi e negativi di reddito sorti in periodi precedenti a quello da cui decorrono gli effetti dell'opzione e delle quali sia stata rinviata la tassazione o la deduzione in

conformità al TUIR si imputano, per la parte ad esso riferibile, al reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare e, per la residua parte, al reddito derivante dalle altre attività eventualmente esercitate.

Proseguendo l'analisi del regime speciale, Gruppo Risanamento potrebbe beneficiare dei vantaggi di tale società giuridica, risparmiando milioni di euro, evitando così la doppia tassazione. Partendo dallo sviluppo del CE prospettico e ipotizzando la trasformazione in una SIIQ, il Gruppo dovrà tenere la contabilità separata per rilevare i fatti di gestione dell'attività di locazione immobiliare e delle altre attività, dando indicazione, tra le informazioni integrative al bilancio, dei criteri adottati per la ripartizione dei costi e degli altri componenti comuni.

Ipotizzando la trasformazione in una SIIQ per l'anno 2013, la tabella che segue mostrerà il CE dell'attività reddito e i relativi vantaggi fiscali:

(valori in migliaia)	Consolidato		Consolidato
	Ricavi Locazione	Altri Ricavi	Consolidato
	31.12.14	31.12.14	31.12.14
Ricavi da locazione	89.000		
Ricavi da locazione/estero	83.000		
Altri Ricavi	-	60.000	
Valore Della Produzione	172.000	60.000	132.000
Costi operativi (servizi, personale)	(61.000)	(31.000)	(92.000)
EBITDA	111.000	29.000	140.000
Ammortamenti	(16.100)	(6.000)	(22.100)
Plusvalenze/Minusvalenze /svalutazioni	2.300	-	2.300
EBIT	97.200	23.000	120.200
Quota di partecipazioni in imprese collegate	(13.198)	-	(13.198)
Proventi Finanziari	5597	-	5597
Oneri Finanziari	(41.330)	(11.000)	(52.330)
Risultato prima delle imposte	46.269	12.000	58.000
Imposte	⁸ 0	(3300)	(3300)
Utile (perdita) d'esercizio	46.269	8.700	54.700
Distribuzione Utile (85%)			46.495
Utile di fine periodo			8.205

⁸ Il risparmio preventivato dall'esenzione IRES è stimato a circa 13 mln di euro per il 2014 (anno in cui si suggerisce il passaggio al regime speciale).

Secondo un report, del 2008, di Merrill Lynch “saranno poche le società italiane ad avvantaggiarsi dell’introduzione di questo strumento. In particolare tra le società immobiliari quotate poche avranno effettivamente dei benefici: potranno avvantaggiarsi solo le property company (tra cui anche Aedes e Igd), ma sicuramente non le società immobiliari di servizi (ad esempio Gabetti Property Solutions), né gli sviluppatori come, appunto, **Risanamento**. In altre parole non avranno benefici le società del settore immobiliare che svolgono attività diverse dall’investimento in immobili a reddito. Grazie alla tassazione agevolata, invece, numerose società industriali o finanziarie potranno creare Siiq mediante lo spin-off del patrimonio immobiliare: si stima che il patrimonio immobiliare detenuto dalle prime 30 società non immobiliari quotate ammonti a circa 7,3 miliardi di Euro (a valori di libro), dei quali tre quarti saranno conferiti in Siiq.”

Il report redatto da Merrill Lynch ha inequivocabilmente delineato qual è stato l’evoluzione delle SIIQ e quali sono stati gli attori che hanno usufruito del suddetto regime speciale. Il Gruppo Risanamento fù da subito scartato, poiché definito un modello organizzativo “sviluppatore”, dove la componente dei ricavi dipendeva prettamente dall’area “sviluppo”. La tesi svolta non osa ipotizzare scenari non realistici, bensì si basa su criteri oggettivi descritti più volte all’interno dell’elaborato. Il Gruppo Risanamento, alla fine del processo di turnaround, si troverà con un assetto proprietario e con un assetto degli attivi profondamente mutato, e che lo potrebbe paragonare ,non in termini di dimensioni, ma in termini di settori in cui opera, al Gruppo AEDES (divenuta una SIIQ nel 2007). Lo scenario proposto, come mostra la tabella qui sopra, permetterà al Gruppo Risanamento di beneficiare dell’esonero dall’imposizione ires/irap.

La tabella suddivide, come descritto nella normativa relativamente agli obblighi contabili, le aree da attività da locazione dalle altre, evidenziando i relativi vantaggi fiscali, stimati in circa 13 mln di euro per il 2014 (anno in cui si suggerisce il passaggio al regime speciale).