Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale

(*ordinamento ex D.M. 270/2004*)

in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Una nicchia nel mercato del private equity: le operazioni di *turnaround*

Relatore
Ch. Prof.ssa Gloria Gardenal

Laureando
Fabio Tormen
Matricola 821541

Anno Accademico
2012 / 2013

A mia madre e a mio padre, esempi di vita.

INDICE

INTRODUZIONE **1**

PRIVATE EQUITY: INVESTIRE NEL CAPITALE DI RISCHIO **4**

1.1 INQUADRAMENTO TEORICO DELL'ATTIVITÀ DI PRIVATE EQUITY 5
1.2 LE PRINCIPALI FORME DI FINANZIAMENTO 10
1.2.1 Il finanziamento dell'avvio *12*
1.2.2 Il finanziamento dello sviluppo *15*
1.2.3 Il finanziamento del cambiamento *18*
1.3 GLI OPERATORI 20
1.3.1 I fondi mobiliari chiusi *26*
1.4 IL RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI 31
1.4.1 L'investimento *34*
1.4.2 Il disinvestimento *37*
1.5 IL PRIVATE EQUITY NEL MERCATO ITALIANO 39

DAL DECLINO AL RISANAMENTO: IL *TURNAROUND* **51**

2.1 INTRODUZIONE DEL FENOMENO 51
2.2 CRISI D'IMPRESA E CAUSE DEL DECLINO 54
2.2.1 Squilibri finanziari e patrimoniali *58*
2.3 IL PROCESSO DI *TURNAROUND* 63
2.3.1 Il riconoscimento del declino e il cambio di management *64*
2.3.2 La valutazione *66*
2.3.3 La definizione del piano di turnaround *69*
2.3.4 Il riequilibrio ed il ritorno alla crescita *74*
2.4 L'INVESTIMENTO IN SITUAZIONI DI CRISI 76

IL RUOLO DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY NELLE OPERAZIONI DI *TURNAROUND*..... 90

3.1 PRESENTAZIONE DELL'ANALISI: CARATTERISTICHE GENERALI 90
3.2 IL CAMPIONE DI RIFERIMENTO 95
3.2.1 Descrizione del campione selezionato 95
3.2.2 Il mercato del turnaround in Italia 98
3.3 IL METODO DI RICERCA 105
3.3.1 La riclassificazione dei bilanci 105
3.3.2 Gli indici utilizzati 109
3.4 L'ANALISI EMPIRICA 111
3.4.1 I primi risultati: analisi delle performance e della redditività 111
3.4.2 Le politiche finanziarie 116
3.4.3 La gestione del capitale circolante 122

***CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE*..... 131**

***BIBLIOGRAFIA*..... 136**

Introduzione

La crisi finanziaria che contraddistingue il panorama economico ed imprenditoriale italiano sta portando sempre più aziende verso situazioni di crisi che rischiano di sfociare in fallimento qualora non vi siano degli interventi finalizzati alla risoluzione dei problemi aziendali.

Negli ultimi anni si sono moltiplicate le imprese che necessitano di interventi di ristrutturazione: risanare un'azienda in difficoltà significa assumersi rischi significativi, tanto dal punto di visto finanziario quanto da quello operativo ed industriale.

Per tali motivi non tutti vogliono, o possono, affrontare simili situazioni: gli acquirenti industriali pur possedendo competenze specifiche relativamente all'attività del settore spesso sono penalizzati dalla scarsa conoscenza di aspetti tecnici e legali che possono caratterizzare tali tipologie di intervento.

Le banche invece tipicamente non dispongono di una struttura organizzativa adeguata ad affrontare i rischi operativi che i processi di ristrutturazione possono comportare, motivo per cui in passato hanno preferito rientrare dalle esposizioni, attraverso la liquidazione delle società in crisi.

In pochi casi questa attività viene svolta da parte di fondi di private equity tradizionali.

Nell'ultimo decennio però, sulla scia del mercato americano e britannico, anche in Italia ha iniziato a svilupparsi un segmento particolare del private equity: quello del *turnaround*, volto all'investimento in imprese in difficoltà.

A differenza di operatori generalisti, questa specifica categoria di investitori non si limita alla mera fornitura di capitale di rischio, ma in virtù del know-how manageriale di cui è in possesso è in grado di apportare ulteriori vantaggi all'azienda in questione. Possedendo una certa esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse, il socio istituzionale può dare un importante contributo anche in termini di consulenza strategica ed operativa.

Grazie a simili interventi, assumendosi in parte o totalmente il rischio imprenditoriale e le responsabilità di rilancio, l'operatore specializzato può agevolare il recupero di situazioni deteriorate, permettendo a realtà altrimenti destinate ad esiti gravosi dal punto di vista economico e sociale il mantenimento del valore economico d'azienda.

Ad oggi, in Italia, in relazione all'attività di private equity il segmento del *turnaround* è ancora poco sviluppato ed il numero di soggetti specializzati in tale categoria di investimenti rimane piuttosto basso.

Tuttavia anche in questo mercato qualcosa si sta muovendo: l'eventualità presa in considerazione da Confindustria e ABI[1] durante il convegno annuale di AIFI[2] del 2013 di creare un fondo di private equity destinato alle ristrutturazioni aziendali ne è l'esempio.

Proprio in relazione alla lettura di un articolo di giornale[3] che illustrava la possibilità di costituire un fondo per aziende in difficoltà, è nata in me la curiosità di approfondire un argomento che fin da subito mi è parso di grande interesse ed attualità.

In tale contesto ho ritenuto interessante strutturare un elaborato che andasse a scovare quali fossero gli aspetti salienti caratterizzanti questa specifica tipologia di interventi, per capire se gli stessi potessero essere da supporto alle imprese target.

Nello specifico, l'obiettivo era comprendere se le partecipate godessero o meno di un miglior stato di salute a seguito dell'investimento, e vedere sotto quali punti di vista l'operatore apportasse i principali benefici: per esporre al meglio le diverse tematiche, il lavoro è stato suddiviso in tre parti.

Dapprima è stato proposto un quadro generale dell'attività di private equity, mettendo in luce modalità e caratteristiche dell'investimento in capitale di rischio e dando una fotografia dello stato attuale nel mercato italiano.

---

[1] Associazione Banche Italiane.

[2] Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital.

[3] "*Allo studio un fondo per aziende in difficolt*à"; Il Sole 24 Ore; 19 marzo 2013.

In seconda battuta, sono stati introdotti gli aspetti salienti del *turnaround*, focalizzandosi poi in maniera specifica nel fenomeno di investimento in aziende in crisi.

Nella terza parte del lavoro si è svolta invece un'analisi su un campione all'interno del mercato italiano volta a mettere in luce quali siano le principali aree oggetto di ristrutturazione nelle aziende target di operazioni di *turnaround* da parte di investitori specializzati.

In particolare nel capitolo empirico ci si concentra nel considerare peculiari aspetti legati alle criticità che riguardano la ristrutturazione finanziaria, soffermandosi con particolare attenzione su quelle inerenti alla gestione del capitale circolante e alle modalità di reperimento di nuovo capitale di finanziamento necessario per poter svolgere il processo di risanamento.

CAPITOLO PRIMO

PRIVATE EQUITY: INVESTIRE NEL CAPITALE DI RISCHIO

La volontà attuale da parte di molte aziende di crescere per sostenere la concorrenza nel mercato globale, caratterizzato sempre di più da realtà imprenditoriali che operano su scala internazionale dove la dimensione spesso risulta essere una determinante critica per sopravvivere in un'economia come quella odierna, fa sì che l'attività svolta dai fondi di private equity sia attualmente di grande interesse.

La pressione competitiva sia a livello industriale che finanziario è un'esigenza sempre più sentita all'interno della nostra società, in costante sviluppo anche sotto il profilo degli strumenti finanziari a supporto del sistema produttivo, e spesso in questi casi nascono e si evolvono forme diverse a supporto delle diverse necessità delle imprese.

Talvolta nella vita di un'azienda vi sono fasi nelle quali l'aumento del volume d'affari e di conseguenza quello degli investimenti supera la capacità di impiego o, perché no, la volontà degli azionisti di farsi carico dell'iniezione di liquidità essenziale al fine di sostenere la crescita. Tale esigenza quindi non sempre nasce da situazioni di crisi dell'azienda, ma come sopra descritto può derivare fisiologicamente durante lo sviluppo della stessa, quando è necessario effettuare un certo "salto dimensionale" per competere in mercati globali. Inoltre non sempre gli istituti di credito sono facilmente disposti a concedere finanziamenti ad imprese che magari operano in settori che il sistema bancario considera rischiosi piuttosto che poco remunerativi.

Proprio in casi come questi le imprese, al fine di mantenere una corretta capitalizzazione ed una condizione di equilibrio, possono approcciarsi al capitale di

rischio permettendo l'ampliamento della compagine azionaria attraverso l'ingresso di investitori professionali.

Il private equity nasce quindi per offrire a investitori di taglio istituzionale l'opportunità di investire in aziende private: una classe di investimenti tipicamente più rischiosa ma anche con rendimenti più alti dell'investimento in aziende quotate[4] (cosiddetto *public equity*).

Visto dal lato delle imprese e del sistema economico, il ruolo del private equity è quello di portare investimenti in capitale di rischio nelle imprese private, quelle appunto che non operano in mercati regolamentati. Si tratta pertanto di una posizione di importanza strategica per il tessuto industriale: il fondo di private equity ponendosi in una posizione intermedia all'interno di altre forme di finanziamento come l'erogazione del credito di lungo termine che può offrire il sistema bancario, il capitale proprio investito dagli azionista privati (imprenditori, gruppi industriali o finanziari) e il capitale ottenuto attraverso la Borsa, diviene un'ottima e talvolta necessaria modalità per perseguire la crescita aziendale.

Di seguito si entrerà in merito, dopo un inquadramento teorico dell'attività di private equity, di quale sia l'attività svolta dagli investitori istituzionali in relazione alle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa, soffermandosi poi sul ruolo specifico degli operatori e illustrando nell'ultima parte del capitolo qual è attualmente la stato dell'arte all'interno del mercato italiano.

1.1 Inquadramento teorico dell'attività di private equity

L'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital[5] definisce l'attività di private equity come:

[4] M. Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

[5] Di seguito ci si riferirà a tale associazione con la sigla AIFI.

"Un'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine".

In un'azienda, i conferenti di capitale di rischio apportano mezzi monetari attendendosi una remunerazione correlata ai suoi risultati reddituali: pertanto come qualunque altro socio, anche l'investitore istituzionale investe direttamente nel capitale d'impresa attraverso un processo di negoziazione.
Definendo in tal maniera questa categoria di soggetti conferenti, non si coglierebbe alcuna particolarità tale da rendere costoro una categoria differente rispetto ad un qualunque altro socio ordinario.
Invece tale differenza è assai marcata: infatti con l'espressione "investimento istituzionale nel capitale di rischio" si intende la partecipazione al capitale di rischio, attraverso la sottoscrizione o acquisizione di azioni dell'impresa, da parte di soggetti qualificati e specializzati. Tuttavia, a differenza di altri soci, oltre alla liquidità necessaria l'investitore istituzionale apporta anche esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali e una rete di contatti con altri investitori e istituzioni finanziarie.
L'obiettivo principe di simili operatori è investire in aziende considerate ad alto tasso di sviluppo, avendo già piuttosto chiaro l'orizzonte temporale dell'investimento, il quale verrà gestito in maniera tale da massimizzarne la redditività, grazie alle competenze strategico-manageriali apportate, per poi realizzare un *capital gain* al momento del disinvestimento.
La modalità con la quale si interviene è molteplice e dipendente dalle più svariate situazioni: di seguito pertanto si illustreranno le diverse tipologie di intervento per poi concentrarsi più specificatamente su alcune di esse.

Innanzitutto, un importante tema da trattare riguarda la distinzione tra diverse operazioni che possono essere attuate sulle imprese target: queste si differenziano tra di loro a seconda dell'operatore che le pone in essere e della fase che l'impresa sta attraversando nel suo ciclo di vita.

In letteratura si assiste ad una segmentazione delle tipologie d'investimento in base all'arco temporale attraversato dall'azienda in quanto la logica sottostante è che a diversi stadi di sviluppo aziendale corrispondano diverse esigenze e che, conseguentemente, anche l'operatore specializzato per rispondere adeguatamente a queste esigenze, debba avere caratteristiche differenti.[6]

Una prima macro differenziazione la si può fare distinguendo tra l'attività di private equity e quella di venture capital, intendendo con il secondo quella particolare attività volta sempre al finanziamento d'impresa ma nelle prime fasi del suo ciclo di vita, nelle quali il rapporto rendimento rischio è piuttosto elevato.

A queste considerazioni è riconducibile la più classica e diffusa segmentazione del mercato del capitale di rischio, le cui categorie sono internazionalmente adottate nella letteratura e dagli operatori: oltre ai fini di ricerca, tali classificazioni sono importanti anche a scopi statistici. In tale ottica si parla di *seed* (finanziamento dell'idea) e *start up financing* per individuare gli interventi cosiddetti di *early stage*, volti cioè a finanziare le primissime fasi di avvio dell'impresa.

Al contrario, l'investimento del private equiter è finalizzato al sostegno ed allo sviluppo dell'impresa già avviata, investendo in aziende ad alto potenziale di crescita dove si agisce a fianco del imprenditore e/o del management con un ruolo di tipo consulenziale a livello finanziario e strategico. In particolare queste tipologie di intervento vengono definiti di *expansion financing* o *development capital*[7], mentre si parla di *replacement capital* per riferirsi a interventi che, senza andare a incrementare il capitale sociale dell'impresa, si pongono l'obiettivo di sostituire parte dell'azionariato non più coinvolto nella società.

A differenza di interventi finalizzati a sostituire il capitale, si parla di *buy out* ogni qualvolta l'investimento è destinato a conseguire la maggioranza della compagine azionaria. Caratteristica di tali operazioni è la maniera con la quale storicamente sono state finanziate: spesso un elemento tipico della modalità di acquisizione è stato il ricorso all'uso della leva finanziaria. Si definisce *Levereged Buy Out* quella

---

[6] A. Gervasoni, F. Sattin; *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini e Associati; Milano; 2007.

[7] In letteratura non sempre gli autori esprimono pareri consonanti in merito a questa classificazione. Jovenitti per esempio, fa rientrare l'attività di *expansion financing* all'interno del venture capital, mettendo in luce come proprio il finanziamento dello sviluppo sia una caratteristica intrinseca di questa tipologia di operatori.

particolare tecnica finanziaria diretta all'acquisizione nella quale si ricorre ad elevati livelli di indebitamento, che verranno poi ripagati con i flussi di cassa che si generano nel tempo.
A sua volta le specie in cui si declina il LBO sono differenti, ed usando la classificazione presente in letteratura[8] possiamo distinguere tra:

- *Management Buy Out*: nasce dall'iniziativa dei manager di un'azienda che acquistano la stessa a debito grazie all'intervento di un investitore istituzionale. Sotto un profilo finanziario il management apporta una quota di equity ed il valore aggiunto è dato dalla conoscenza che hanno della società e del business nel quale operano: in cambio l'investitore riconosce il valore apportato assegnando quote azionarie ai manager in questione.

- *Management Buy In:* l'operazione è la medesima descritta in precedenza ma con una variazione importante: in questo caso il gruppo di manager coinvolti è esterno all'impresa target.

- *Corporate Buy Out*: l'acquirente è un gruppo industriale o commerciale che utilizza il LBO per realizzare una strategia di crescita esterna.

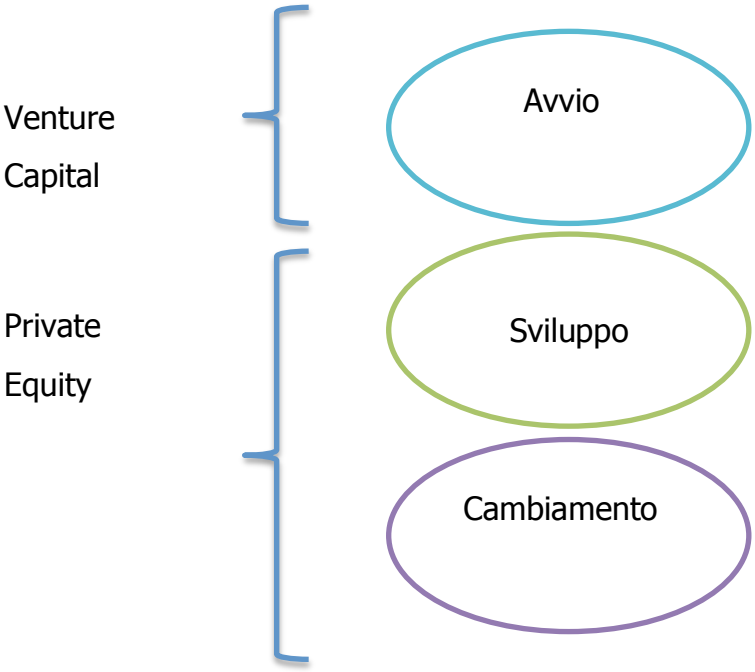
Per concludere la classificazione delle diverse tipologie di operazioni, costituiscono una categoria a parte gli investimenti in imprese in crisi. Tali operazioni si definiscono *turnaround investment*, in cui operatori fortemente specializzati focalizzano i proprio investimenti in imprese caratterizzate da situazioni patologiche. Si rimanda tuttavia alla seconda parte dell'elaborato l'approfondimento di questa specifica categoria, essendone l'oggetto principale della presente trattazione.

[8] Si veda E.Tartaglia, *Leveraged Buy Out: Rischi e opportunità,* Maggioli Editore, 2009.

In questo luogo si vuole piuttosto approfondire la sequenza temporale di intervento dei diversi investitori. Difatti, pur riconoscendo la classificazione sopra riportata come concettualmente corretta e valida a raccogliere i diversi tipi di investimento in capitale di rischio, si rende necessaria una considerazione: l'investimento in capitale di rischio è una attività quanto mai varia e mal si presta a rigide classificazioni. Alla luce di ciò, si ritiene di dover esprimere una più corretta classificazione, basata sulla macro ripartizione tra le diverse esigenze strategiche dell'impresa, le problematiche ad esse riconducibili e gli obiettivi di soddisfacimento che l'investitore si pone.
In tale ottica, gli interventi degli investitori istituzionali nel capitale possono essere raggruppati, classificati e caratterizzati sulla base di tre particolari tipologie[9]:

- finanziamento dell' avvio;
- finanziamento dello sviluppo
- finanziamento del cambiamento.

Figura 1.1: Le principali categorie di investimento nel capitale di rischio.



Fonte: elaborazione personale.

[9] Cfr. Gervasoni e Sattin, *op. cit.*

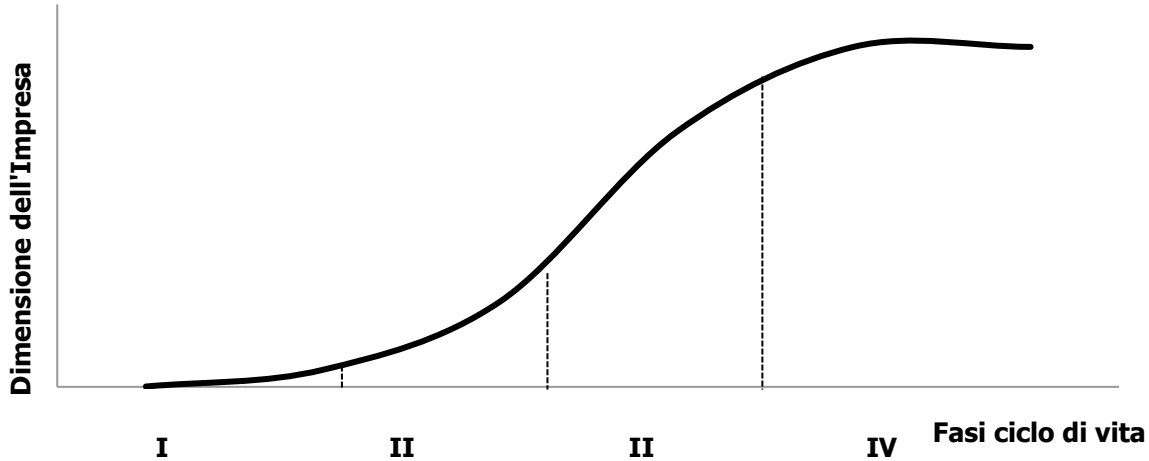
Generalmente, come si vede nella Figura 1.1, alla prima categoria si riconduce l'attività di venture capital mentre alle seguenti quelle di private equity. Tuttavia, le diverse fasi hanno aree di sovrapposizione, nelle quali gli interventi dei due soggetti possono coincidere, tendendo ad avere tuttavia diverse finalità.

1.2 Le principali forme di finanziamento

Sulla base di quanto precede, si considera interessante accennare ad uno strumento idoneo a seguire l'ideale percorso evolutivo dell'impresa: ci si riferisce al modello della curva di vita adattandolo alle esigenze della presente trattazione, in relazione quindi alla struttura finanziaria.

Il modello, ampiamento utilizzato da numerosi autori nelle diverse discipline (come biologia, psicologia, sociologia; per quanto riguarda quelle più aziendalistiche si può fare riferimento al marketing[10]) per delineare le dinamiche dell'impresa, prevede la rappresentazione dell'andamento aziendale da un punto di vista grafico in un sistema di assi cartesiano, dove la caratteristiche peculiari oggetto in analisi sono il tempo, ovvero la durata dell'impresa, e la dimensione della stessa.

Figura 1.2: il ciclo di vita dell'impresa.



Fonte: P. Jovenitti, *Entrepreneurial finance.*

[10] si fa riferimento al concetto di ciclo di vita del prodotto, proposto per la prima volta da J. Dean nel 1950.

Come si evince dal disegno, le fasi nelle quali si suddivide l'orizzonte temporale sono diverse. Nel evidenziare l'approccio *finance oriented* di questa curva di vita, si ipotizzano queste quattro fasi[11]:

- fase 1, corrispondente al finanziamento della *business idea* e dello *start up*;
- fase 2, corrispondente alla separazione della proprietà dalla gestione e all'iniziale apertura del suo capitale a terzi;
- fase 3, corrispondente all'accesso dell'impresa ai mercati mobiliari regolamentati, cioè la forma più evoluta e organizzata di apertura di capitale a terzi;
- fase 4, corrispondente alla successione dell'impresa, dibattuta fra i problemi della sua continuità e del ricambio generazionale.

Relativamente a quella che è la dimensione dell'impresa, in generale si ritiene che la pendenza della curva e i punti di flesso propri della rappresentazione possano essere influenzati dai seguenti fattori:

- le modalità della crescita aziendale (interna od esterna);
- la fattibilità (o meno) del decentramento organizzativo dell'impresa (decisionale/produttivo);
- l'attivazione (o meno) delle economie dimensionale (di scale, di scopo, di transazione);
- le modalità di sviluppo organizzativo (gruppo, blocco multidimensionale);
- la numerosità del business (mono/pluri).

Risulta interessante, di fronte a questo modello, notare come in un simile contesto la finanza aziendale e quella mobiliare (in un secondo momento) intervengano come fattori accelerativi della crescita dimensionale del valore aziendale, essendo

[11] P. Jovenitti, *Entrepreneurial finance,* Egea, Milano, 2002.

portatori di un crescente numero di opzioni di scelta, opportunità strategiche, intermediari e mercati.
Riferendosi allo schema sopra proposto, è possibile ora indagare in maniera più approfondita l'attività che gli investitori istituzionali svolgono durante le differenti fasi: per chiarezza espositiva verranno tuttavia trattate le tre categorie di investimento precedentemente citate (avvio, sviluppo e cambiamento), in quanto le fasi 2 e 3 possono essere sintetizzate entrambe nel "finanziamento dello sviluppo".

1.2.1 Il finanziamento dell'avvio

Tale categoria riconduce al suo interno la prima fase in cui è stata idealmente suddivisa la curva di vita dell'impresa, sia dal punto di vista logico che cronologico, ossia l'iniziale manifestazione della cosiddetta business idea nella mente dell'imprenditore e, nell'ottica particolare del presente elaborato, le problematiche inerenti alla sua copertura finanziaria.
Per individuare le caratteristiche peculiari di tali tipologie di investimenti, risulta utile osservare alcune particolarità del processo di creazione dell'impresa.
Considerando alcuni passi fondamentali che la neonata identità deve affrontare, si possono menzionare le capacità che l'imprenditore deve avere nel cogliere l'opportunità, rifinire l'idea, proteggersi dall'imitazione, costruire la squadra, reperire i finanziamenti, realizzare lo start up, lanciare il prodotto: seppur in maniera differente a seconda dei singoli casi, si ritiene che gli investitori istituzionali ricoprano un ruolo importante in tutte le attività sopra menzionate[12].
L'imprenditore, dal canto suo, è intenzionato a sviluppare nuove invenzioni oppure migliorare un prodotto o un processo già esistente: prima che la commercializzazione del nuovo prodotto sia avviata o ottenga i primi successi, sono necessarie altre attività, in primis quelle di ricerca, che necessitano di investimenti talvolta anche onerosi.

[12] Cfr. Gervasoni e Sattin, *op. cit.*

Tuttavia, ciò che preme mettere in luce è come tendenzialmente in questa fase il neo imprenditore abbia spesso bisogno non solo di finanziamenti ma anche di apporti in termini di competenze manageriali, know-how e relazioni interpersonali: egli pertanto nel finanziatore non solo cerca i capitali necessari alla realizzazione dell'idea, ma anche un mentore capace di guidarlo nella giusta direzione.
Per conseguire tale obiettivo, l'imprenditore si preoccuperà di redigere un business plan al fine di rendere allettante l'idea e trovare soggetti disposti a concedergli le risorse necessarie: tipicamente in questa fase l'apporto dell'imprenditore sarà in termini di idee e conoscenze mentre minore sarà il suo coinvolgimento in termini di capitali.
Dall'altro lato l'investitore, qualora fosse interessato al progetto, finanzierà la proposta: tendenzialmente il fabbisogno monetario in questi interventi è inferiore rispetto a operazioni su società già operanti. Come già precedentemente accennato, il ruolo del investitore è in questo caso ricoperto dal venture capital: risulta lui infatti essere, sia sul piano quantitativo (con riguardo al volume di capitali messi a disposizione) che qualitativo (con riguardo alle tipologie e alle forme tecniche dei mezzi finanziari forniti) il soggetto maggiormente adeguato.
Tuttavia per completezza non si può non citare un'altra classe di finanziatori operanti nella fase primaria dell'impresa: i *business angels,* ossia investitori che apportano capitale proprio diventando anch'essi azionisti ed assumendo una responsabilità nell'azienda. Anch'essi, come il venture capital affiancano il neo imprenditore e grazie alle proprie competenze ed alle reti di contatti agevolano l'avvio dell'attività: la differenza sta però nel fatto che non sono investitori istituzionali, impiegano infatti capitali del proprio patrimonio personale.
Un aspetto da non trascurare negli investimenti tipici di questa fase riguarda l'innovazione: indipendentemente dal settore di appartenenza l'avvio di una nuova attività può dipendere dalla volontà di rendere commercializzabile un nuovo prodotto o servizio, od offrendone alcuni di esistenti ma utilizzando nuovi processi. In alternativa, si può dar vita ad una nuova impresa come emanazione di una realtà già esistente. Senza dubbio, il contributo dell'investitore soprattutto nella

prima delle due ipotesi, da un punto di vista strategico-manageriale, in via complementare a quello finanziario, risulterà senza dubbio maggiore.
Alla luce del rischio insito nelle operazioni di *early stage financing*, che rappresentano statisticamente quelle con il maggior tasso di insuccesso in virtù della maggior probabilità di fallimento dell'azienda, gli operatori tendono spesso ad acquisire solo partecipazioni di maggioranza. In tal maniera, da un lato essi hanno maggiori possibilità di gestione della realtà imprenditoriale secondo le proprie esigenze, dall'altro ai promotori delle iniziative questo patto risulta indispensabile, in quanto spesso non sono in possesso delle disponibilità finanziarie necessarie a sostenere l'avvio dell'impresa.
Andando maggiormente nello specifico, il finanziamento dell'avvio può essere scomposto a sua volta in sottostadi ognuno caratterizzato da proprie peculiarità.

Si definisce *seed financing* (finanziamento del seme, cioè della business idea) l'intervento dell'investitore durante la primissima fase di sperimentazione, quando non esiste un prodotto ma soltanto l'idea: in questo stadio non esiste un imprenditore formato, ma piuttosto un inventore, un soggetto o un gruppo intenzionato a rendere operativa un'idea. Pertanto, è comune che non venga effettuata una redazione molto esaustiva del business plan, ma nella maggioranza dei casi coloro che intervengono in questa fase sono soggetti altamente specializzati nei vari settori in questione. Sono necessarie robuste competenze tecnico/scientifico per essere in grado di valutare la fattibilità dei progetti: non di rado infatti operano in questo segmento società di venture capital collegate a gruppi industriali operanti in settori limitrofi a quelli di intervento[13].
E' importante sottolineare che sotto il profilo del rendimento rischio, caratteristici del *seed financing* sono apporti finanziari contenuti (il taglio medio di un investimento è tra i 100.000 e 150.000 €[14]) e rischi molto elevati.

[13] Si riporta a mero titolo di esempio il nome della società United Ventures, specializzata nelll'attività di venture capital nel settore delle tecnologie digitali.
[14] dati AIFI.

In un secondo momento, l'apportatore di capitale può intervenire finanziando l'avvio dell'attività produttiva sebbene restino ancora alte le incognite relative alla validità commerciale del progetto intrapreso. Il tratto distintivo rispetto al *seed* sta nel fatto che in questo caso la fase di sperimentazione è stata superata, il prodotto possiede già una configurazione proprio non più solo immaginaria.
Quindi durante lo *start up financing* esistono le premesse per avviare l'impresa, poiché questa formalmente esiste ed è dotato di management che ha già avanzato ricerche di mercato e test di prodotto.

Infine segue la fase che si definisce *first stage financig,* nella quale l'imprenditore cerca capitali per finanziare la crescita della propria impresa, fino a quel momento sviluppata in forma modesta. Questo stadio dunque rappresenta l'uscita dal finanziamento dell'avvio, e pertanto può essere oggetto di interventi anche da parte di investitori di profilo più generalista, non essendo più il know how tecnico un elemento fondamentale. Assumono più rilievo le capacità da parte degli operatori di valutare il potenziale commerciale nonché i mercati di sbocco dell'impresa.

1.2.2 Il finanziamento dello sviluppo

Dopo aver inquadrato i principali ruoli dei finanziatori in merito alle prime fasi del ciclo di vita, ci si vuole ora soffermare sull'insieme di interventi riconducibili a tutte quelle situazioni nelle quali l'azienda si trova di fronte a problematiche connesse al suo sviluppo.
L'impresa una volta raggiunto un certo livello di maturità al fine di aumentare la propria redditività focalizza i propri sforzi nel conseguire la crescita, ottenibile secondo diverse strategie. Da un lato vi è lo sviluppo per vie interne, perseguito attraverso l'aumento o la diversificazione delle attività produttive; dall'altro quello per vie esterne attraverso l'acquisizione di aziende o rami d'azienda. Ancora, vi è la possibilità di integrare il proprio business con altre realtà imprenditoriali, fermo restando un elevato grado di autonomia delle singole unità (sviluppo "a rete").

Pertanto, a seconda della modalità di crescita dell'azienda, l'operatore istituzionale avrà caratteristiche e ruoli differenti.

Nel primo caso il contributo dell'investitore in capitale di rischia sarà senza dubbio prevalentemente di natura finanziaria; tuttavia la diversificazione merceologica piuttosto che geografica rendono l'attività più vulnerabile essendo per definizione i nuovi settori inesplorati: oltre all'immissione di capitale quindi il contributo si rivela importantissimo anche sotto un profilo consulenziale.

Relativamente alla crescita per vie esterne, risulta rilevante il contributo che l'investitore può fornire in termini di contatti e network internazionale: l'individuazione di partner adeguati sarà tanto più facile quanto più le relazioni del nuovo investitore sono ampie. In simili situazioni risultano congeniali operatori che dispongono di una consolidata esperienza di carattere internazionale e una fitta rete di conoscenze nei business di realtà economiche ed industriali di diversi paesi.[15]

In relazione alla modalità di sviluppo a "rete", generalmente si fa riferimento ad operazione finanziare definite di *cluster venture.* Con *cluster venture* si intendono operazioni di investimento finalizzate al raggruppamento (cluster) di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente o orizzontalmente, e caratterizzate da similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie, con l'obiettivo di raggiungere economie di scala nel processo di creazione del valore[16].

La peculiarità di quest'operazione risulta essere quindi non solo lo sfruttamento di sinergie commerciali, manageriali e finanziarie ma anche il mantenimento allo stesso tempo di un'elevata focalizzazione e specializzazione dell'attività svolte dalle singole aziende.

Da un punto di vista più strettamente finanziario l'obiettivo dello sviluppo può essere legato, oltre alla possibilità di attrarre investimenti a condizioni vantaggiose e usufruire di servizi migliori a vantaggio di tutte le aziende, al conseguimento di una massa critica necessaria per affrontare la quotazione in Borsa. In questi casi

[15] Si pensi ad esempio alle banche d'investimento appartenenti a gruppi di caratura internazionale che hanno la possibilità di sfruttare sinergie (derivanti dall'appartenenza al gruppo) con realtà operanti in altri comparti della consulenza finanziari (M&A, corporate finance, advisory).

[16] Definizione Aifi.

di definisce *bridge financing* l'operazione di intervento nel capitale di rischio, rappresentando un vero e proprio "finanziamento ponte" tra lo status di azienda a capitale chiuso e quello di società quotata.

In simili circostanze il contributo richiesto è di tipo finanziario in senso lato, comprendente cioè sia l'apporto di capitale che la consulenza tecnica per far si che la quotazione vada a buon fine. In particolare le competenze richieste sono essenzialmente di natura analitico-finanziaria, in quanto la valutazione deve permettere di concludere la sostenibilità della quotazione determinata dai dati forniti dalla società, piuttosto che giudicare il piano strategico di sviluppo posto in essere.

Gli investimenti tipici in questa fase differiscono rispetto al finanziamento dell'avvio anche per metodologie di valutazione dei progetti: l'analisi preliminare deve estendersi sui diversi aspetti della storia aziendale. La fase di *due diligence* non deve trascurare nessun aspetto né di business né legale; va svolta un'analisi di congruità del valore dell'azienda, nonché una valutazione della condizione economico-reddituale, patrimoniale e societaria. Quindi basandosi su una realtà imprenditoriale che non è in uno stadio embrionale ma è già esistente, la presenza di dati ed informazioni garantiscono un concreto supporto all'attività di valutazione, che pertanto può assumere carattere di maggior oggettività rispetto alle indagini e verifiche proprie del *seed financing.*

Conseguentemente, la presenza di un track record consente, generalmente, anche a operatori che non hanno una precedente esperienza diretta o conoscenza profonda del settore specifico nel quale l'impresa target opera, di effettuare un'approfondita valutazione del potenziale di investimento e dei suoi ritorni.

Gli investitori tendenzialmente in questa fase rientrano tra quelli di private equity, tuttavia come affermato in precedenza, questo è il momento di "convivenza " tra private equiter e ventur capitalist: dipende dallo stato di sviluppo e dalle necessità proprie dell'impresa in questione. Ad essi non è quindi richiesta quella forte competenza tecnico-specifica propria di chi è chiamato a finanziare una fase di *early stage*, in quanto come messo in luce la valutazione non si base esclusivamente sull'intuizione del possibile funzionamento di un prodotto,

tecnologia o servizio ancora in fase di progettazione e giudicabile esclusivamente da chi conosce il mercato, ma di un entità già esistente ed economicamente funzionante.

1.2.3 Il finanziamento del cambiamento

Per concludere la carrellata delle diverse tipologie di intervento, ci si concentra ora su quegli investimenti nel capitale di rischio finalizzati al finanziamento di processi di cambiamento interni all'azienda, quando, per svariati motivi, si portano modifiche di diversa entità in merito all'assetto proprietario della stessa. Si tratta della categoria maggiormente indipendente, rispetto alle altre due, relativamente allo stato di sviluppo raggiunto dall'azienda. Molteplici possono essere le motivazioni che spingono un'azienda più o meno matura ad attuare simili strategie, come ad esempio una fase di stallo risolvibile solo attraverso una modifica dell'assetto patrimoniale, piuttosto che il verificarsi di eventi negativi.
Un primo caso che può fungere da esempio della necessità di rinnovamento è la volontà da parte di uno dei soci di uscire dall'azionariato, abbandonando l'attività imprenditoriale cedendo le proprie quote o azioni. In questi casi si parla di *replacement capital*, riferendosi alla sostituzione di soci di minoranze dove il cambiamento non comporta grossi sconvolgimenti nell'assetto aziendale.
Si assiste a tali operazioni spesso in concomitanza di ricambi generazionali, qualora la modifica della compagine azionaria crei problemi in termini di omogeneità di intenzioni tra i vari successori: quanti tra i soci non hanno intenzione di seguire strategie di lungo termine e di sviluppo hanno la possibilità di staccarsi dalla proprietà dell'impresa, lasciando operare chi crede nel futuro dell'attività.
In un caso differente invece rientra il cambio radicale di proprietà, che può dipendere da svariati motivi come la mera volontà di liquidare l'attività svolta, l'impossibilità di individuare un adeguato successore nei casi di trasmissione generazionale, la volontà dell'amministrazione pubblica di trasferire attività dalla sfera pubblica a quella privata nell'ambito di processi di privatizzazione.

In tutte le circostanze sopra elencate, l'obiettivo dell'intervento dell'investitore istituzionale è quello di supportare finanziariamente il cambiamento dell'assetto proprietario, sostenendo il nuovo gruppo imprenditoriale nell'acquisizione dell'attività ceduta. Sotto il profilo tecnico tali operazioni rientrano nella categoria dei *buy out.* Nell'ambito della stessa, oltre agli interventi di MBI e MBO precedentemente illustrati, rientra il *workers buy out*, qualora l'azione dell'investitore è rivolta a favorire il coinvolgimento nell'assetto proprietario di una compagine più ampia di dipendenti dell'azienda stessa. Si cita inoltre in questa sede un'ulteriore operazione definita *reverse leverage buy out*: consiste nel *delisting*, attraverso un'OPA dell'investitore istituzionale, dell'impresa quotata, per poi prepararle ad una successiva cessione. Tale circostanza tende a verificarsi quando si ritiene che l'azienda non sia stata adeguatamente apprezzata sul mercato, e necessiti di un rinnovamento prima di essere riofferta ad un nuovo acquirente.

Infine, come già accennato, il cambiamento dell'assetto proprietario può dipendere da situazioni più o meno profonde di crisi aziendale, quando il rinnovamento della compagine azionaria e del management risulta essere l'unica possibile via d'uscita. In questi casi l'investitore finanziario specializzato, definito *turnaround financing* (finanziamento della ristrutturazione di imprese in perdita), rappresenta spesso un'efficace rimedio a situazione che sarebbero altrimenti altamente dannose a livello economico e sociale. In tal maniera è possibile recuperare situazioni economiche deteriorate sostituendo alla guida chi, per svariate ragioni, non è più in grado di proseguire l'attività con operatori economici specializzati.

Prima di concentrarsi specificatamente su simili operazioni, si illustrerà a seguire chi siano e come si sviluppi il processo di investimento da parte degli operatori di private equity a livello generale, per poi entrare in merito delle operazioni di *turnaround*.

1.3 Gli operatori

Nel presente paragrafo si intende focalizzare l'attenzione sui principali investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese, ossia quegli operatori che impiegano le risorse raccolte presso terzi e che sono sottoposte alla regolamentazione e al controllo delle Autorità di vigilanza.
Dando una definizione più specifica, rifacendosi a quelle note in campo internazionale, l'EVCA[17] definisce investitori nel capitale di rischio i soggetti[18]:

- che svolgono come attività prevalente l'apporto di finanziamenti a titolo di capitale proprio o comunque permanente, per l'avvio e/o sviluppo di imprese o per la ristrutturazione di imprese o ancora per la trasmissione di proprietà;
- che hanno come principale obiettivo il conseguimento nel medio-lungo termine di *capital gain* per remunerare rischi assunti;
- i cui investimenti riguardano prevalentemente titoli non quotati;
- che possono fornire un attivo supporto al management nelle aziende partecipate.

Per quanto riguarda il mercato italiano, l'AIFI riconosce come operatori del settore coloro:

- che come attività principali effettuano investimenti in imprese sotto forma di capitale di rischio attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate in Borsa;
- che hanno un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate pur senza assunzione della responsabilità imprenditoriale delle stesse.

Pertanto, in questa sede si intende per attività di investimento istituzionale in capitale di rischio l'apporto di finanziamenti, appunto, in veste di capitale di rischio

[17] Acronimo di European Venture Capital Association.
[18] A. Dessy, J. Vender (a cura di), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa,* EGEA, Milano, 1996.

da parte di soggetti economici specializzati, per un periodo di tempo medio lungo, in imprese non quotate e con l'obiettivo prevalente di realizzare un guadagno in conto capitale al momento dello smobilizzo della partecipazione.
In relazione ai diversi operatori, basandosi su una classificazione realizzata in virtù di caratteristiche operative, si possono individuare le seguenti categorie[19]:

- banche d'affari o divisioni di banche commerciali;
- fondi chiusi a carattere internazionale;
- fondi chiusi a carattere locale;
- società finanziarie;
- operatori pubblici.

E' tuttavia bene menzionare fin d'ora che non sono solo gli investitori istituzionali ad investire nel capitale di rischio delle imprese, ma anche società non finanziarie che, attraverso le controllate, operano nel settore del private equity: si tratta di imprese industriali di rilevante dimensioni che investono in imprese minori tendenzialmente per finalità strategiche. Detto intervento si definisce *corporate venture.* Inoltre, tra gli investitori informali, rientrano anche i già citati *business angels.*
Rispetto alla molteplicità degli investitori, una prima macro differenziazione riguarda i diversi approcci che i fondi chiusi da una parte e gli altri soggetti dall'altra hanno relativamente alla struttura organizzativa.
In riferimento al primo caso, essendo il fondo governato da un team che ha conseguito capitali da terzi in virtù del rapporto di fiducia maturato tra le due controparti, si può sostenere che la gestione degli stessi capitali è caratterizzata da un forte senso di responsabilità dovuto al confronto diretto tra management del fondo e conferenti di capitale. Inoltre un'altra caratteristica riscontrabile nei fondi chiusi riguarda la presenza di un termine formale dell'attività di investimento (per i fondi chiusi si prevede sempre un termine preciso di scadenze, per smobilizzare gli investimenti e restituire le quote): ciò fa si che si debba porre una forte attenzione

[19] G. Chesini, *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese,* CEDAM, Padova, 2000.

in relazione alla pianificazione temporale dei singoli *deals*. Per quanto riguarda gli altri operatori invece, vi è una maggior flessibilità in merito alle scelte strategiche dei singoli investimenti dovuta alla minor rigidità temporale alla quale devono attenersi. Ciò permette, per esempio, di poter valutare con maggior libertà il momento nel quale porre in essere il processo di disinvestimento.

Un'altra differenza invece la si può riscontrare confrontando l'operatività e le caratteristiche dei fondi locali rispetto ai cosiddetti *international funds.*

I primi a loro volta si distinguono tra quelli che raccolgono le risorse finanziarie esclusivamente tra altri investitori istituzionali (o quanto meno qualificati) e quelli che si rivolgono indistintamente al pubblico risparmio. La scelta di quale modalità seguire si riverserà sul rapporto che si viene ad instaurare tra i sottoscrittori e il management team.

In caso di fondi specializzati, in termini di raccolta, si tende ad individuare un numero più ristretto di sottoscrittori a fronte di quote di capitale generalmente più elevate[20]. Tendenzialmente in questi casi le scelte di allocazione degli investitori saranno maggiormente rivolte a più alti profili di rapporto rendimento-rischio, in virtù della professionalità dei fornitori di capitale e del rapporto fiduciario più diretto e consolidato.

Diverso è il caso di una raccolta rivolta al pubblico risparmio: il forte senso di responsabilità e il rapporto maggiormente "de-personalizzato" influenzeranno gli operatori al momento delle loro scelte allocative, investendo in situazioni generalmente meno esposte al rischio.

Relativamente alle modalità operative dei fondi internazionali, costoro agiscono solitamente attraverso una rete di *advisor* locali, spesso di diretta emanazione della casamadre, ai quali non viene fornita una predeterminata soglia minima/massima di capitale da investire, ma attingeranno dal fondo dipendente in relazione alla opportunità individuate sul mercato. Tali fondi, date le grosse dimensioni, operano su scala macro regionale, continentale o addirittura mondiale alla ricerca di investimenti di moli nettamente maggiori a quelli a cui si dedicano i fondi locali. Inoltre, data l'internazionalità di queste istituzioni, tutte le modalità

[20] Cfr. Gervasoni e Sattin, *op. cit.*

operative richiedono che siano conformi a standard riconosciuti internazionalmente.

Nell'ambito del private equity, anche le banche possono assumere dei ruoli da protagoniste al momento di finanziare le imprese non solo per via creditizia ma anche a titolo di capitale di rischio. In merito a ciò si ritiene che l'acquisto di partecipazioni in imprese non quotate, non finanziarie e non strumentali possa rispondere principalmente a quattro tipologie di interventi[21]:

a) negoziazione;
b) recupero crediti;
c) risanamento o salvataggio;
d) investimento.

Le banche che decidono di seguire oltre alla tradizionale attività di banca commerciale anche questo modello di business, si caratterizzano per la capacità di fornire alle imprese anche servizi diversi dal solo apporto di capitale di rischio. Difatti, introducendo le attività riconducibili al *merchant banking*[22], possono sfruttare le informazioni previlegiate sulla situazione economico finanziaria delle società partecipate nonché instaurare relazioni maggiormente approfondite.

Ancora, oltre ai servizi appena esposti, l'attività di *merchant banking* dovrebbe riuscire anche ad accompagnare l'impresa alla quotazione, realizzando in tal modo una delle più agevoli modalità di disinvestimento della partecipazione in precedenza acquisita.

A partire dagli anni ottanta, nel contesto nazionale, questa tipologia di investitori ha avuto una notevole diffusione fino a contare in termini di numero di operatori, per circa il 50 per cento del totale dell'offerta assestandosi poi su una quota pari al 30 per cento alla fine degli anni novante. Nel corso degli anni 2000, la presenza di divisioni bancarie ha iniziato a calare per effetto di numerosi fondi chiusi di emanazione delle stesse banche. Analizzando le tendenze più recenti, l'attività di

[21] Si veda P. Biffis, *La produzione bancaria*, Giappichelli Editore, Milano, 1995.

[22] Con questa definizione ci si riferisce all'attività delle banca in merito all'acquisizione di quote o azioni di imprese.

private equity degli istituti creditizi è meno diretta, ossia è diminuita la partecipazione diretta nel capitale di un'impresa aumentando invece l'investimento in fondi che svolgono tale attività[23].

Tra i diversi attori che forniscono capitali di rischio alle imprese svolgono un ruolo importante anche le società finanziarie. Queste costituiscono un insieme di operatori diversi tra loro e si posso distinguere in[24]:

- finanziarie di emanazione privata e industriale;
- finanziarie di emanazione pubblica;
- finanziarie legate al sistema delle cooperative.

Le finanziarie private non facenti parte di un gruppo bancario si caratterizzano per essere principalmente delle holding industriali, operanti secondo una logica industriale, che offrono i loro servizi solamente alle imprese del gruppo; la loro attività si concentra prevalentemente sull'offerta di servizi di consulenza strategica, di progettazione di piani di ristrutturazione finanziaria e di progettazione di collocamenti di strumenti finanziari.

L'assunzione di partecipazione in altre realtà è solo uno degli aspetti che contraddistingue tale tipologie di società: in relazione all'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese, a differenza dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi e delle banche, esse non sono soggette a vincoli temporali né quantitativi.

Diversamente da quelle private, le società finanziarie di emanazione pubblica si contraddistinguono per il fatto che il loro obiettivo primario non è la massimizzazione del rendimento degli investimenti effettuati bensì lo sviluppo di determinati settori o aree geografiche conferendo finanziamenti sotto forma di equity alle imprese in essi operanti. Tra i principali operatori di emanazione pubblica rientrano le società finanziarie istituite con leggi regionali e varie altre

[23] Dati derivati da: *Questioni di economia e finanza (Occasiona Paper), Il private equity in Italia*; Banca d'Italia; Febbario 2009.

[24] G. Chesini, *Il private equity e gli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese,* CEDAM, Padova, 2000.

tipologie che vengono istituite in forza di provvedimenti normativi volti a finanziare le imprese.

In particolare queste hanno rappresentato una quota importante nel mercato specialmente nel comparto delle operazioni di start up ed espansione.

A sostegno del settore del venture capital, si sono sviluppati in anni recenti dei modelli di partnership pubblico-privato la cui logica si basa sull'interazione, in ottica sinergica, di due distinti soggetti all'interno di una stessa misura.

Con ciò si fa riferimento ad interventi di natura pubblica che vedono la costituzione in partnership con privati di fondi di fondi di venture capital, al fine di ridurre il rischio percepito dagli investitori, qualora questo risulti eccessivo e configuri, come attualmente avviene per il settore del finanziamento di avvio, un fallimento di mercato.

La letteratura di settore e le principali esperienze internazionali hanno individuato tre tipologie di approcci nell'incentivare operatori privati nell'ambito di fondi di venture capital a capitale misto[25]:

a. Nel primo caso, il cosiddetto *pari passu*, si considera una sostanziale parità di condizioni di sottoscrizione tra l'investitore pubblico e quello privato. In tale ipotesi, entrambi i soggetti sostengono il medesimo rischio di investimento e ripartiscono le remunerazioni in conto capitale in base alla quota sottoscritta nel fondo.
b. La seconda fattispecie, definita *down–side protection scheme*, è una modalità attraverso la quale una parte, il soggetto pubblico, assume totalmente o parzialmente il costo delle perdite qualora l'investimento non consegua risultati positivi.
c. Nella terza tipologia, *l'up–side leverage scheme*, non è prevista la protezione dell'operatore dalle perdite, assicurando invece una vantaggiosa ripartizione dei ritorni dell'investimento. In questa ipotesi, i profitti in conto capitale provenienti dagli investimenti non sono distribuiti

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

proporzionalmente alle quote di sottoscrizione del fondo, ma attribuiti in via preferenziale al soggetto privato[26].

I tre differenti approcci si focalizzano nel distribuire in maniera asimmetrica costi e profitti, modificando la percezione dei privati nei due elementi intrinseci degli investimenti: rischio e rendimenti.

Per concludere il presente paragrafo, si accenna alle caratteristiche professionali alle quali ci si è riferiti nel corso del presente testo. Infatti nelle precedenti pagini si è fatta menzione di quali siano le competenze richieste agli investitori perché possano operare con successo nell'uno o nell'altro segmento. Principalmente, si considera che man mano che ci si sposti verso interventi tipici della fase più avanzata del ciclo di vita delle imprese, gli operatori necessitino di inferiori competenze aziendali e industriali, e nel contempo aumenti il numero di investitori di profilo più generalista.

Dopo aver presentato i diversi operatori elencando quali siano e come si caratterizzi ciascuno, in seguito si approfondirà il principale strumento attraverso cui si effettuano investimenti in capitale di rischio: i fondi chiusi di investimento.

1.3.1 I fondi mobiliari chiusi

I fondi comuni di investimento mobiliari chiusi sono, come i fondi aperti, investitori istituzionali, ossia intermediari finanziari che professionalmente e istituzionalmente investono le risorse finanziarie a loro affidate, ma presentano, gli uni rispetto agli altri, alcune significative differenze.

In primo luogo, relativamente alla natura e alla composizione delle attività finanziarie che formano il portafoglio, i fondi chiusi investono in grande misura in titoli rappresentativi di capitale di rischio di piccole e medie imprese non quotate,

[26] Un interessantissimo esempio a livello internazionale di tale fattispecie è il programma YOZMA, nato in Israele nel 1993 e sostenuto dal governo israeliano il quale ha cofinanziato una serie di fondi a capitale misto finalizzati ad investimenti nel venture capital e permettendo a molte start up in pochi anni di essere quotate al Nasdaq. Il risultato è che Israele è diventata la nazione con il più alto numero di società tecnologiche quotate al Nasdaq e con il più alto numero di brevetti hi-tech medici pro capite. Oggi Yozma è un fondo di investimenti privato che investe a pari condizioni e senza nessun altro incentivo pubblico.

mentre i fondi aperti investono soprattutto in titoli azionari od obbligazionari quotati su mercati regolamentati[27].

In secondo luogo per quanto concerne il rimborso delle quote i fondi chiusi ne prevedono la possibilità solo a scadenze determinate a differenza dei fondi aperti, nei quali i sottoscrittori delle quote possono in qualsiasi momento chiederne il riscatto.

In particolar modo, proprio la divergenza poc'anzi esposta risulta essere una caratteristica critica nel affermare che relativamente ad investimenti di private equity e venture capital si possa considerare il fondo mobiliare chiuso come lo strumento più idoneo e pertanto utilizzato a livello mondiale.

Difatti, l'attività di investire risorse nel capitale di rischio di imprese non quotate, caratterizzata da una certa difficoltà in termini di liquidità dello smobilizzo e dall'orizzonte temporale medio-lungo, richiede che il gestore debba disporre di risorse stabili nel tempo non soggette a potenziali improvvise richieste da parte dei sottoscrittori.

Prendendo in considerazione il contesto internazionale si possono evidenziare alcune caratteristiche generali in grado di dare origine ad alcune strutture omogenee di fondo chiuso, o macro categorie, soprattutto in termini di modalità operative.

Una prima classificazione in merito alla tipologia di fondi riguarda la distinzione tra fondi *captive* e quelli indipendenti[28]. I primi sono promossi e gestiti da una struttura che è diretta emanazione di istituzioni finanziarie o industriali: per la raccolta di risorse finanziarie non si rivolgono direttamente al mercato dei capitali, ma la loro fonte di approvvigionamento, esclusiva o prevalente, è la società capogruppo, o altre imprese affiliate.

Nel caso di fondi indipendenti, la società di gestione che promuove e gestisce il fondo raccoglie le risorse direttamente sul mercato.

Gli operatori *capitve* hanno rappresentato i soggetti prevalenti nella fase di sviluppo iniziale del mercato, mentre attualmente è in crescita il peso degli

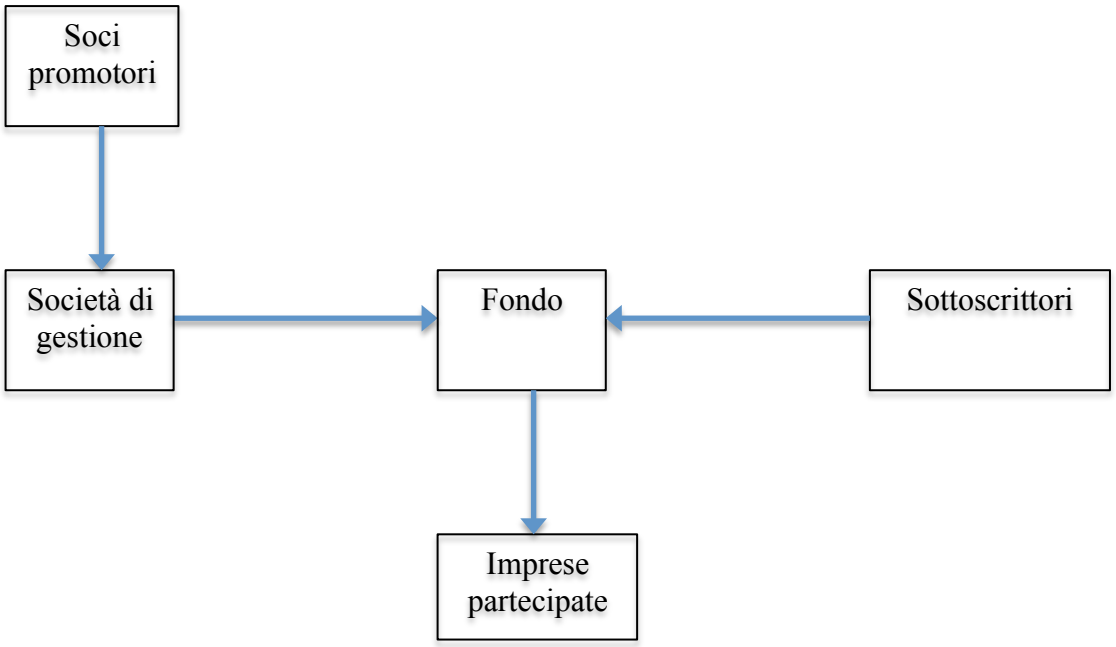
[27] Si veda A. Gervasoni (a cura di); *Impresa e mercato finanziario*; Guerini e Associati; Milano; 1999.

[28] A. Gervasoni, A. Bechi; *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici*; Il mulino; Bologna; 2007.

operatori indipendenti[29]. Questa tendenza è riconducibile al fatto che molti manager di società che hanno maturato precedentemente una certa esperienza presso istituzioni di riferimento, si sono poi separati operando autonomamente.
Esistono inoltre fondi nei quali i sottoscrittori hanno un ruolo importante nel decidere gli investimenti (*discretional funds*), anche se è una pratica poco comune, ed altri dove le società hanno una delega totale relativamente alla gestione (*no discretional funds*).
In funzione delle politiche di impiego, è possibile fare una distinzione tra quei fondi che investono esclusivamente in determinati stadi di sviluppo dell'impresa rispetto ad altri che operano in precisi settori o aree geografiche.
Trattando più nello specifico la struttura e le caratteristiche proprie di un fondo, in termini temporali essi hanno solitamente durata decennale[30], all'interno della quale si possono individuare due sotto-periodi: quello in cui è possibile effettuare investimenti (*investment period*) che va da un minimo di tre a un massimo di sette anni, e quello successivo, ovvero fino alla scadenza, nel quale si procede a disinvestire e rimborsare le quote versate dai sottoscrittori. Costoro in prevalenza sono investitori istituzionali come banche, fondi pensione, aziende, compagnie assicurative, fondazioni, fondi di fondi, ma anche risparmiatori con un'elevata propensione al rischio e che non abbiano l'esigenza di liquidare l'investimento se non nel lungo periodo.

[29] Da: *Questioni di economia e finanza (occasiona paper), Il private equity in Italia*; Banca d'Italia; Febbario 2009.
[30] S.J Berwin in EVCA; *Private Equity fund structures in Europe*; Zaventem, 2006.

Figura 1.3: La struttura di un fondo chiuso e i flussi di capitali tra i differenti soggetti coinvolti.



Fonte: A. Gervasoni, A. Bechi. *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici.*

La società di gestione del fondo chiuso ha generalmente azionisti propri e un patrimonio distinto da quello del fondo. Sulla base del conferimento di un mandato, essa ha il compito di gestire in maniera trasparente e professionale le risorse del fondo il quale, a seconda dei diversi paesi, assume forme giuridiche differenti: a fronte di ciò riceve una commissione annuale (*management fee*).

La società di gestione è costituita da un numero ristretto di professionisti di profilo senior (*investment manager*), di solito non più di cinque, portatori dell'esperienza derivante dall'appartenenza a precedenti gruppi di gestione.

Costoro, supportati da analisti e figure di staff, si occupano di raccogliere capitali presso i sottoscrittori, effettuare l'attività di gestione nella miglior maniera ed individuare infine le più vantaggiose opportunità di disinvestimento[31].

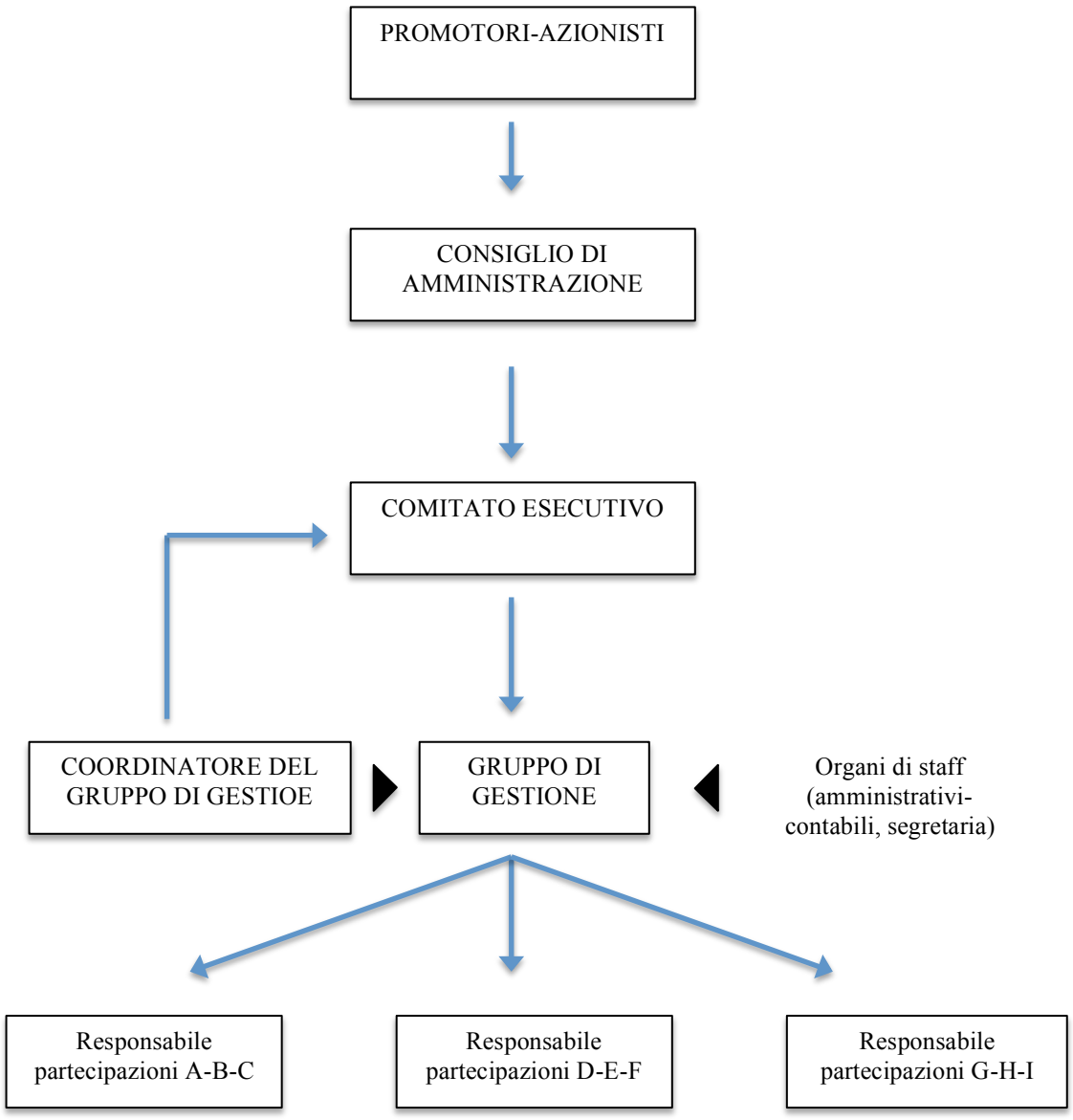
La società di gestione può avvalersi di specialisti esterni (*advisory*) che li supportino per determinate attività che richiedano competenze specifiche durante

[31] A. Gervasoni, A. Bechi; *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici*; Il mulino; Bologna; 2007.

il processo di investimento o il normale svolgimento di alcune funzioni, come per esempio l'individuazione dell'impresa target.

Una possibile schematizzazione strutturale di una società di gestione può essere la seguente:

Figura 1.4: Struttura organizzativa di una società di gestione.



Fonte: Gervasoni e Sattin. *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio.*

Come si evince dal disegno, esistono responsabili diversi in funzione delle diverse competenze specifiche, che fanno capo ad un coordinatore. Importante è la presenza di un comitato esecutivo, incaricato di indirizzare la strategia del fondo e del gruppo di gestione, cui partecipano i promotori, il coordinatore, professionisti ed esperti del settore.
Vi è inoltre un regolamento, finalizzato a definire politiche e strategie di investimento. In particolare i gestori negoziano con i sottoscrittori alcune condizioni contrattuali, in gran parte di carattere economico, che rappresentano le clausole di regolamento (*terms and conditions*) finalizzate ad allineare gli interessi dei due gruppi di soggetti (società di gestione e sottoscrittori).

1.4 Il ruolo degli investitori istituzionali

Dopo aver inquadrato chi siano e come si contraddistinguano i diversi attori operanti nel mercato del private equity, si vuole ora entrare meglio in merito a quale sia il ruolo dell'investitore nelle diverse operazioni: ossia come si caratterizzi il rapporto investitore-impresa dalle fasi iniziali fino a quelle del disinvestimento.

Innanzi tutto come già accennato in precedenza vi è una marcata differenza tra l'intervento di un partner finanziario ed uno strategico: mentre il secondo tende pesantemente ad influenzare le scelte gestionali avendo chiari obiettivi strategici alla base della partecipazione, il primo è interessato allo sviluppo dell'impresa in via generale. Infatti solo attraverso la crescita del valore della partecipata l'investitore può realizzare il suo principale obiettivo, che è quello di cedere la partecipazione al fine di realizzare un adeguato *capital gain*.
Entrando nel merito di cosa può fare nel concreto l'investitore istituzionale per creare valore nell'impresa, si può dire che l'apporto di capitali e quindi il sostegno finanziario possono essere decisivi qualora l'intervento giunga con tempestività finalizzato alla realizzazione di progetti altrimenti non realizzabili, al finanziamento

di investimenti necessari alla crescita dimensionale, alla riorganizzazione strutturale-organizzativa o alla possibilità di fare acquisizioni.
Un altro aspetto assolutamente da non sottovalutare è che l'iniezione di una quota di capitale di rischio permette all'azienda di migliorare la proprio possibilità di ottenere credito da parte degli istituti bancari per due motivi.
Da un lato, infatti, essendo la sottocapitalizzazione delle imprese spesso un motivo di basso *rating* da parte delle banche, un consolidamento patrimoniale avrà senza dubbio un effetto positivo nel reperimento di capitale di debito, dall'altro la presenza di investitori istituzionali, non solo migliora l'immagine aziendale agli occhi degli istituti creditizi, ma permette anche di sfruttare l'abilità negoziale e le conoscenze del mercato finanziario proprie di chi è specialista del settore.
Inoltre, oltre il profilo finanziario, il ruolo dell'investitore professionale può giovare in termini più generali[32]:

- L'intervento del partner istituzionale aiuta a formalizzare le procedure di controllo ed agevola il miglioramento della gestione del capitale circolante; spesso non si affinano semplicemente le tecniche di controllo ma ci si indirizza verso un sistema di controllo di gestione operativo e strategico.
- L'intervento del socio istituzionale può rendere più funzionale la struttura della compagine sociale facilitando la liquidazione di quei soci non più interessati ed evitando di prosciugare risorse alla società.
- La presenza di un operatore specializzato può modificare la gestione aziendale orientandola verso una direzione più professionale attenuando condizionamenti familiari: spesso si richiede che la struttura organizzativa venga implementata da manager estranei alla famiglia i quali vengono selezionati per le loro competenze professionali.
- La presenza del socio istituzionale può facilitare ogni attività di *M&A* con altre imprese appartenenti al settore, utili a conseguire dimensioni adeguate a sostenere la competizione a livello mondiale; inoltre offre un

[32] A. Dessy, J. Vender (a cura di), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa,* EGEA, Milano, 1996.

importante supporto all'internazionalizzazione dell'azienda grazie ai suoi contatti col mondo finanziario ed imprenditoriale internazionale.

- Il confronto con un socio di minoranza riconosciuto e qualificato può stimolare nell'imprenditore azioni maggiormente innovative e incisive.
- Il socio istituzionale può nelle operazioni di *expanson financing* essere un utile supporto nel processo di avvicinamento al mercato mobiliare e nella quotazione.

Risulta pertanto evidente che considerare l'attività di private equity come mero finanziamento di capitale di rischio è riduttivo.

L'investitore, se da una parte fornisce capitale per accelerare lo sviluppo dell'impresa, dall'altra oltre alla partecipazione è interessato ad avere in cambio una corretta e leale informazione. Da parte dell'imprenditore pertanto si richiede la giusta apertura per consentire un quotidiano flusso di informazioni e che siano forniti nella miglior maniera i singoli dati per tenere sotto controllo l'andamento della società. Per far ciò l'investitore tendenzialmente esige una verifica dell'affidabilità della funzione amministrativa e la certificazione del bilancio.

Ancora, può essere che il nuovo socio istituzionale, richieda un impegno finanziario agli altri soci, vuoi in sede di successivi aumenti di capitale vuoi sotto forma di rinuncia a dividendi per un certo periodo, qualora si stiano perseguendo determinati obiettivi che necessitino di investimenti.

Va ricordato poi un elemento fondamentale dell'attività di investimento istituzionale: esso non è mai, per sua natura, di carattere permanente. Esso è si un investimento di medio-lungo termine, ma *l'exit* è un momento intrinseco in ogni *deal* che viene stretto.

Quindi vanno chiarite fin dall'inizio le possibili modalità di disinvestimento per non ostacolare tale processo, non prima però di aver illustrato le attività proprie del processo di investimento.

1.4.1 L'investimento

Quello dell'investimento è un processo lungo e complesso, che nasconde non poche insidie e richiede tutta l'esperienza pregressa di cui il team di gestori può disporre. Inizia una volta terminata la raccolta di capitali e si articola in differenti fasi.

Il primo passo è l'individuazione dell'impresa *target*. L'identificazione delle opportunità nelle quali investire è naturalmente una delle fasi di maggior importanza per lo sviluppo dell'attività del private equiter. Quindi, qualora non sia l'imprenditore a richiedere l'intervento, sarà dell'investitore il compito di individuare preliminarmente il target potenziale, raccogliendo informazioni e stabilendo una rete di contatti con altri professionisti, manager di società, banche. Ciò che cerca di fare l'operatore è creare un flusso sistematico di opportunità, di proposte di investimento potenzialmente interessanti (*deal flow*). A tal fine, non solo le caratteristiche dell'operatore, ma anche altre variabili come l'area geografica di intervento e la tipologia di investimenti influenzano la probabilità di successo[33].

Dopo aver individuato le migliori possibilità, segue la valutazione del profilo imprenditoriale o del gruppo manageriale nel quale si vuole investire. Lo strumento che prevalentemente viene usato in questa fase, in particolar modo nei paesi anglosassoni, è quello del business plan[34].

L'analisi del business plan nel processo di valutazione di acquisizione, sia essa di minoranza o di maggioranza, deve volgere a cercare di comprendere la sostenibilità del business dell'azienda *target* nel suo settore di riferimento e cioè la sua capacità, dimostrata e/o dimostrabile in futuro, di generare valore nel tempo.

Considerando la finalità principale di un qualunque investimento di private equity, ossia ottenere un soddisfacente *capital gain* al momento del disinvestimento, si può dire che l'obiettivo di ricerca è finalizzato ad individuare un profilo d'azienda caratterizzato da:

---

[33] Cfr. Gervasoni e Sattin, *op. cit.*

[34] A. Dessy, J. Vender (a cura di), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa,* EGEA, Milano, 1996.

- un forte posizionamento o la ricerca di una posizione di successo in una nicchia di mercato al fine di ottenere una ruolo di leadership;
- estrema flessibilità;
- una visione di ampio respiro sia dal punto di vista spaziale che temporale.

Diversamente, è difficile che investitori istituzionali possano avere interesse in imprese di piccolissima dimensione, senza prospettive di crescita ed in cui il management non è orientato allo sviluppo.
Una volta individuato il profilo imprenditoriale (o manageriale) è fondamentale valutare in maniera approfondita l'azienda e la possibile modalità di intervento.
L'intera fase di valutazione viene tecnicamente definita con l'espressione *due diligence*: è l'insieme di verifiche di carattere più o meno analitico che vengono svolte prima della stipula del contratto di acquisizione. Spesso qui il rischio è quello di focalizzarsi sull'analisi quantitativo-finanziaria dei risultati del piano presentati dall'impresa target tralasciando una lettura più strategica nell'ambito del settore di appartenenza. Ciò è quello che si vuole evitare in questo stadio del processo, considerando quindi molteplici fattori fra i quali il mercato attuale e potenziale di riferimento, il potenziale tecnologico, la potenziale crescita di valore dell'impresa e le possibilità di disinvestimento della partecipazione.
In caso positivo, si passa a definire la struttura dell'operazione da un punto di vista tecnico, definendo in questa sede tempi, modalità e valore della partecipazione.
Segue poi una fase che è diretta conseguenza di quelle sopra menzionate: la trattativa e la definizione del prezzo.
Il tema della fissazione del valore di un'azienda è sicuramente uno fra tra i più discussi in letteratura: molte sono le trattazioni che affrontano il dibattito tra i temi di valore d'impresa, inteso come valore intrinseco dell'istituto economico, e valore di mercato, definito come "grandezza stimata a mezzo di previsioni di flussi, apprezzamento dei rischi e talora quantità stock"[35].

[35] L. Guatri; *Trattato sulla valutazione dell'azienda*; Egea; Milano; 1998.

Nell'ambito delle operazioni di private equity e venture capital, la valutazione non è mai teorica o astratta ma sempre legata a un prezzo reale: l'obiettivo dell'attività di valutazione altro non è quindi che "prezzare" l'impresa target seguendo metodologie che aiutino alla fissazione di un valore. Tuttavia, il risultato finale non sarà solo il mero risultato di un calcolo matematico, ma verrà determinato in virtù della libera negoziazione tra le parti e la forza contrattuale di ciascuna di esse.
In letteratura, i metodi di valutazioni si suddividono in tre tipologie[36]: patrimoniali, reddituali e misti. Mentre i primi si basano su un valore "corrente" (considerando le attività e le passività patrimoniali) dando scarso peso alla gestione futura di aspetti finanziari e reddituali, i metodi reddituali si concentrano sulla capacità dell'azienda di produrre reddito nel tempo. Infine, quelli misti, tentano di conciliare i due appena descritti.
Nella pratica tuttavia tali metodologie non sono molto usate, preferendone altre che siano di più immediata intuizione o che tengano in conto valori che non vengono altrimenti presi in considerazione ma considerati vitali per un azienda: i flussi di cassa. I metodi ai quali ci si riferisce sono:

- il metodo dei multipli: nell'ambito del private equity è il metodo preferito in virtù della sua semplicità, immediatezza e facile identificabilità dei parametri di riferimento. Questo metodo consiste nel rapportare alcune grandezze ricavabili dal bilancio tra di loro, piuttosto che con valori desumibili dal mercato[37] (paragonandoli ad imprese simili che siano quotate). Il fine è di confrontare i multipli di transazioni comparabili per verificare quanto siano state pagate aziende simili a quella in oggetto acquisite in passato da altre imprese o investitori istituzionali.

- Il metodo del *discounted cash flow*, ovvero dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri.

[36] G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda; *Corso di economia aziendale*; Il mulino; Bologna; 2005.
[37] in particolare si parla di multipli *asset side* quando il confronto è tra valori di bilancio ed *equity side* quando uno dei due valori nel rapporto (il numeratore) è il prezzo.

Una volta definito prezzo e modalità (aumento di capitale, acquisto da vecchio soci, etc.) dell'operazione ed assunta la partecipazione, inizia la fase di monitoraggio: l'investitore segue costantemente l'andamento della società, apportando le sue competenze e conoscenze per l'arco del intero periodo dell'investimento (*holding period*).

1.4.2 Il disinvestimento

L'attività di disinvestimento rappresenta il momento conclusivo del complessivo ciclo d'intervento dell'investitore istituzionale nonché uno dei più importanti: attraverso una profittevole cessione della partecipazione passa, infatti, la capacità del fondo di creare valore per i sottoscrittori, circostanza in grado di alimentare una nuova raccolta proficua.
In questa fase l'operatore incentra la propria attività su due tipi di obiettivi[38]:

1. valorizzare nella miglior maniera tutti i driver di valore sviluppati durante l'*investment period* in maniera da vendere al meglio;

2. restituire la liquidità ai sottoscrittori delle quote del fondo, realizzando un guadagno in conto capitale tale da soddisfare le aspettative degli stessi e remunerare il rischio sopportato.

Stabilire quale sia il momento del disinvestimento non è facilmente determinabile a priori, in quanto dipende dall'andamento della partecipata sotto diversi aspetti. Tuttavia gli investitori cercano di pianificare questa fase sin dal momento dell'acquisizione della partecipazione, considerando la maggior o minor possibilità di *way out* come un elemento altamente critico in fase di valutazione.
Solitamente comunque il momento considerato adatto è quello dove la società ha raggiunto un adeguato livello di sviluppo incrementando il valore della partecipazione, oppure quando l'azienda si trova in una difficile condizione ed è

[38] M. Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

maturata l'idea che nemmeno la presenza di un socio istituzionale può essere un motivo di aiuto nel superare la situazione critica. Ovviamente se nel primo caso l'*exit* si considera di successo, nel secondo non si può fare altrimenti, e si parla di *write-off*

Dando una descrizione più esaustiva delle modalità, di seguito si espone la classificazione delle diverse categorie di *way out*[39]:

- IPO (*Initial Public Offering)*: la cessione della partecipazioni mediante offerta pubblica di vendita su un mercato regolamentato;
- *Trade sale*: cessione della partecipazione attraverso una trattiva privata ad un acquirente industriale, determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica;
- *Secondary buy-out*: acquisto della partecipazione da parte di un altro investitore finanziario, eventualmente in concorso con manager interni o esterni alla società stessa;
- *Buy-back*: riacquisto delle azioni possedute dall'investitore da parte degli altri soci;
- *Write-off*: abbattimento totale del valore della partecipazione detenuta da un investitore nel capitale di rischio, a seguito della perdita di valore permanente della società partecipata ovvero della sua liquidazione o fallimento.

La scelta della modalità è fortemente collegata al tipo di partecipazione (di minoranza o di maggioranza), ai fattori strutturali legati alle società e ai risultati raggiunti, alla configurazione del settore in cui si opera e all'andamento dei mercati di smobilizzo (mercato borsistico e mercato delle operazioni di *M&A*), oltre ad altri elementi condizionanti, come per esempio la situazione economica nella quale ci si trova. Ancora, l'approccio al disinvestimento da parte dell'investitore è caratterizzato da aspetti come l'abilità nel valutare tecnologie e persone, nel

[39] si veda AIFI: Alcune domande e risposte sul come e perché investire in fondi di private equity; a cura di AIFI e KPMG; Gennaio 2008.

vendere le imprese e nel realizzare contatti interpersonali[40]. Sono pertanto un insieme gli elementi che possono avere un impatto di rilievo nella scelta e nei modi nel quale disinvestire.

Con l'avvenire della crisi economica e finanziaria degli ultimi anni si è vista una diminuzione delle modalità di *exit* tradizionali favorendo un aumento di *write-off*: le cause possono essere riscontrata nelle difficoltà del mercato del debito, che hanno disincentivato le operazioni di *secondary-buyout*. Inoltre, anche nel *trade sale* si è assistito ad un calo, influenzato dal cattivo andamento delle imprese industriali e delle incertezze nelle valutazioni dei prezzi d'acquisto.

La non facile situazione economica contingente ha però permesso ad alcuni operatori specializzati di poter intervenire in imprese in difficoltà, ottenendo quindi attraverso investimenti di *turnaround financing* buone prospettive di *way out* date le basse barriere all'acquisto delle partecipazioni.

Prima di trattare esaustivamente tali operazioni, oggetto dei prossimi capitoli, si presenterà a seguire qual è lo stato dell'arte nel mercato italiano del private equity.

1.5 Il private equity nel mercato italiano

Nell'illustrare la situazione italiana degli investimenti in capitali di rischio, non si può tralasciare una brevissima digressione sull'origine ed evoluzione di quest'attività a livello internazionale.

È ormai diffuso il riconoscimento che la nascita di un vero e proprio mercato del private equity e venture capital debba essere ricondotta ad alcuni avvenimenti verificatesi negli Stati Uniti negli anni quaranta: li nacque la prima società di investimento nel capitale di rischio, l'American Research & Development Corp. (ARD) nel 1946. Da allora si ebbe nel mercato americano una grandissima evoluzione: il private equity in USA conobbe un forte sviluppo a cavallo degli anni

[40] M. Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

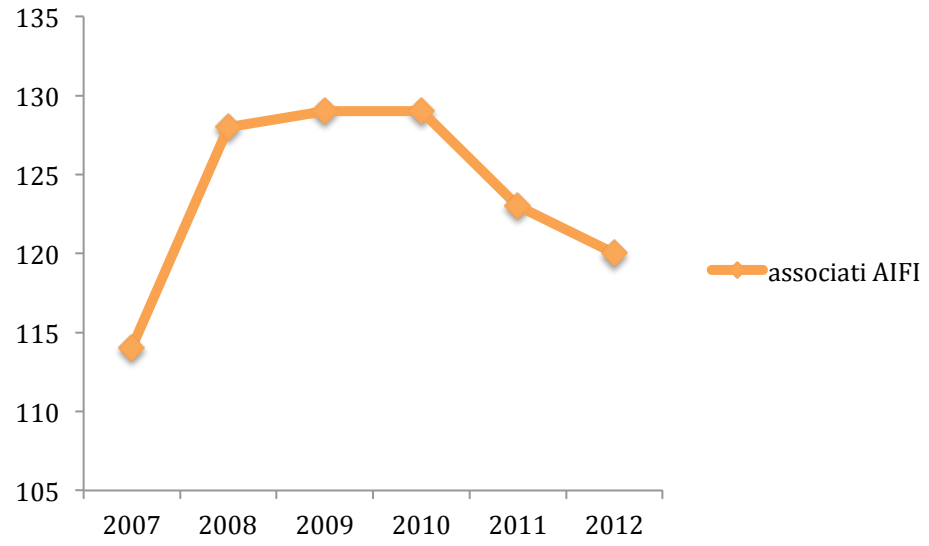
settanta e ottanta, per poi esplodere negli anni novanta, specialmente in relazione alla fiorente crescita di nuove imprese operanti in settori come quelli dell' IT.
In Europa, la culla di simili investimenti è il Regno Unito, dove nel 1945 la Bank of England ed altri tra i principali istituti di credito crearono la 3I (Investment in Industry) con lo scopo di finanziarie il capitale proprio di imprese con elevate prospettive di crescita.
In Italia, l'avvio del settore è fatto risalire al 1986, quando nove società finanziarie private e di emanazione bancaria si raggrupparono per dar vita ad un'associazione di categoria, l'AIFI (all'epoca Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, oggi Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital).
A partire da quella data, in relazione ai mutamenti economici e finanziari nazionali ed alle variazioni delle norme che regolavano le strutture giuridiche utilizzate per svolgere l'attività di investimento in capitale di rischio, il numero degli operatori e il loro profilo hanno subito una notevole evoluzione. Inizialmente infatti l'attività di investimento nel capitale di rischio non era consentita agli istituti di credito. Solo successivamente, con la delibera del CICR[41] del febbraio 1987 e l'emanazione della normativa da parte della Banca d'Italia, anche questi istituti furono abilitati a quest'attività. Per lo sviluppo del settore è risultata fondamentale l'emanazione nel 1993 della legge 344/93 con la quale venivano istituiti i fondi di investimento mobiliare chiusi che sono, nel tempo, divenuti il principale strumento per lo svolgimento dell'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese non quotate[42].
In merito agli associati AIFI analizzando il trend storico degli anni duemila, si è osservata una crescita, con un picco di 129 nel 2010 e poi una leggera diminuzione nel 2011 e 2012, quando la quota di soci è stata pari a 120. In generale, l'attività di *fundraising* analizzata riguarda:

- operatori indipendenti aventi focus specifico di investimento sul mercato italiano;

[41] Comitatato Interministeriale per il Credito e il Risparmio.
[42] *Questioni di economia e finanza (occasiona paper), Il private equity in Italia*; Banca d'Italia; Febbario 2009.

- operatori *captive* italiani, coloro che non effettuano attività di raccolta indipendente ma ricevono capitali dalla casa madre.
-

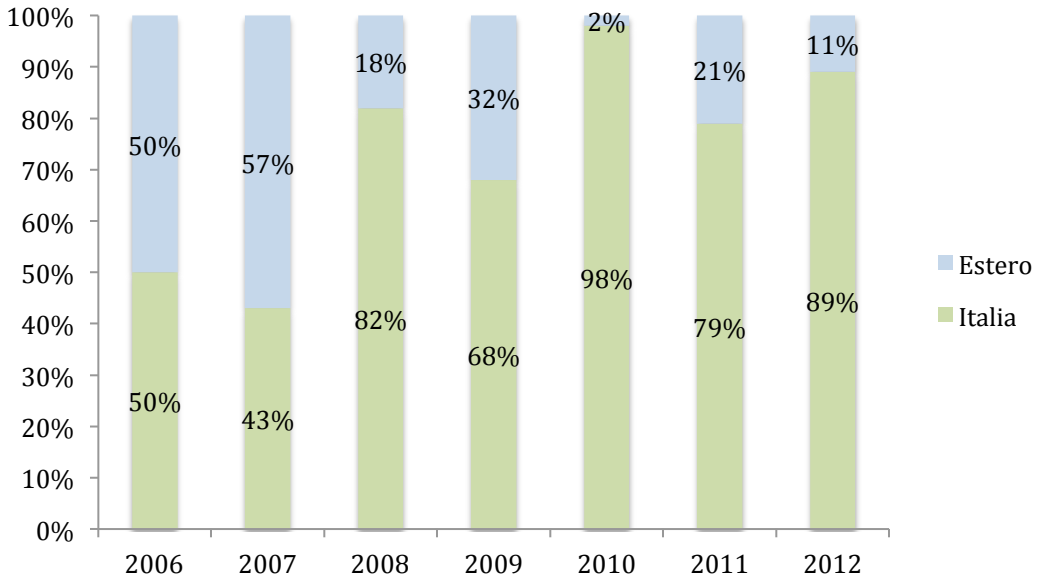
Figura 1.5: Evoluzione del numero degli associati AIFI.



Fonte: dati AIFI.

Considerando la natura di tutti gli operatori attivi nell'arco dell'ultimo quadriennio, si può apprezzare come il settore presenti un'offerta sempre più specializzata, sostenuta da un numero variabile di anno in anno che oscilla attorno ai 170, rappresentati da fondi mobiliari chiusi, banche italiane o estere aventi divisioni specializzate, finanziarie private riconducibili alle stesse banche o di emanazione privata, *advisor* di fondi internazionali.

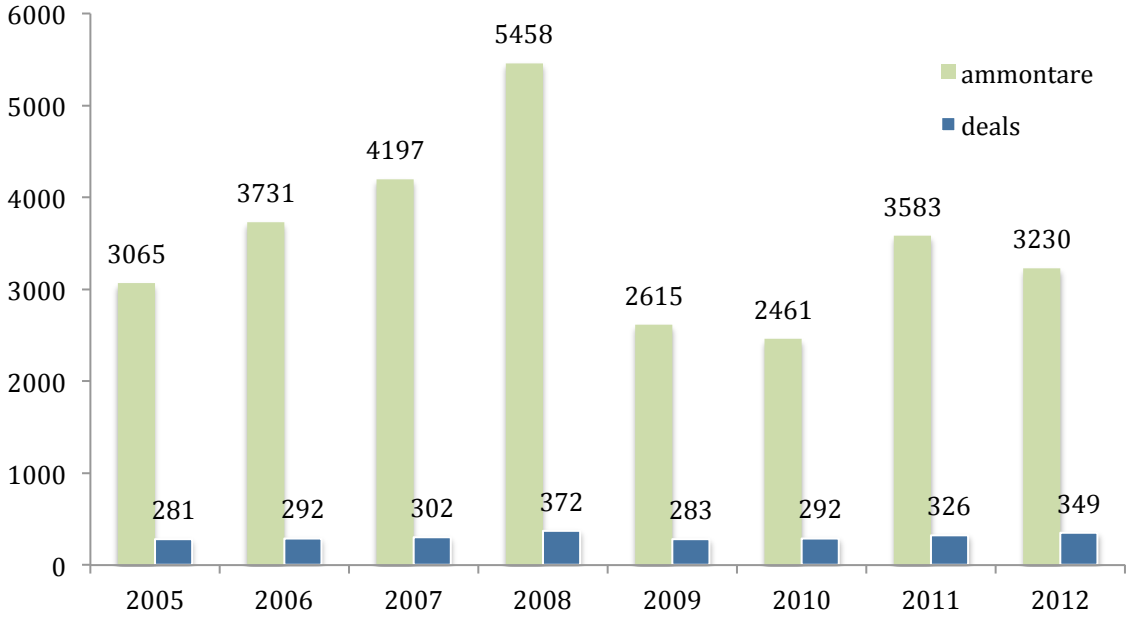
Figura 1.6: Evoluzione degli operatori monitorati per tipologia.



Fonte: dati AIFI.

Guardando alla dimensione del mercato italiano durante gli ultimi anni, considerando il periodo 2005-2012 gli investimenti totali nel capitale di rischio delle imprese in Italia sono andati crescendo fino a raggiungere il picco di 5,5 miliardi di euro nel 2008, con un tasso di crescita medio del 12% annuo, seguiti da un crollo nel 2008 di quasi il 50% e scendendo ulteriormente nel 2010 a 2,5 miliardi per poi riprendersi nel 2011 e calare leggermente nel corso dell'ultimo anno.

Figura 1.7: Ammontare e numero degli investimenti in private equity in Italia, 2005-2012.

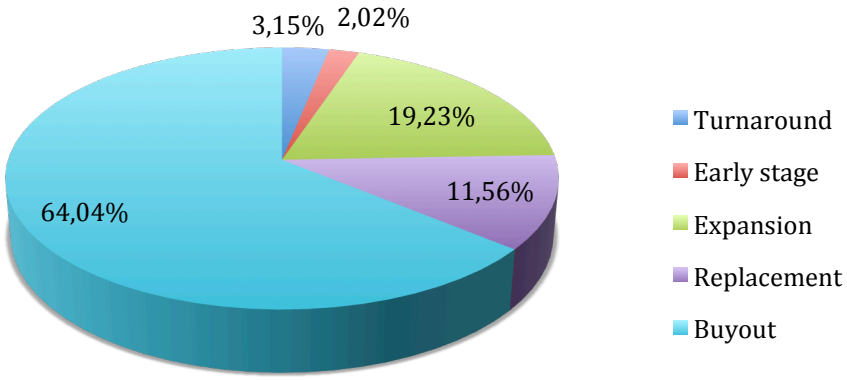


Fonte: dati AIFI.

Dal grafico soprastante, si può apprezzare come la crisi economica, che dal 2008 sta condizionando il panorama economico europeo e non solo, si sia fatta pesantemente sentire anche nell'attività di private equity. È interessante evidenziare l'evoluzione del trend: si può notare (osservando l'ammontare) come vi sia il rischio di un andamento cosiddetto di *double dip*, ossia una pericolosa tendenza a forma di w che riporti ad un decremento delle quantità investite.

Considerando ora invece la tipologia di investimenti, la più significativa è stata senza dubbio quella di *buyout.* Gli investimenti fatti, considerando sempre l'arco temporale 2005-2012, sono stati così distribuiti tra le diverse operazioni:

Figura 1.8. Ammontare investito nelle diverse operazioni di private equity; media delle incidenze annuali; 2005-2012.



F*onte: dati AIFI.*

Nello specifico, anno per anno, l'ammontare raggiunto viene presentato nella seguenti tabelle (in milioni di €):

Tabelle 1.1 e 1.2: Ammontare (mln di €) investito nelle diverse operazioni di private equity.

	2005		**2006**		**2007**		**2008**	
Buy out	2401	78,34%	2444	65,51%	2770	66,00%	2869	52,57%
Expansion	385	12,56%	1013	27,15%	1007	23,99%	796	14,58%
Early stage	30	0,98%	28	0,75%	65	1,55%	115	2,11%
Turnaround	28	0,91%	81	2,17%	168	4,00%	41	0,75%
Replacement	221	7,21%	165	4,42%	187	4,46%	1637	29,99%
TOTALE	*3065*	*100,00%*	*3731*	*100,00%*	*4197*	*100,00%*	*5458*	*100,00%*

	2009		**2010**		**2011**		**2012**	
Buy out	1688	64,55%	1647	66,92%	2261	63,10%	2069	64,06%
Expansion	371	14,19%	583	23,69%	674	18,81%	926	28,67%
Early stage	98	3,75%	89	3,62%	82	2,29%	135	4,18%
Turnaround	416	15,91%	51	2,07%	7	0,20%	11	0,34%
Replacement	42	1,61%	91	3,70%	559	15,60%	89	2,76%
TOTALE	*2615*	*100,00%*	*2461*	*100,00%*	*3583*	*100,00%*	*3230*	*100,00%*

Fonte: dati AIFI.

Osservando i dati si evince che ad essere predominanti siano, appunto, le operazioni di *buyout*. Un ruolo assolutamente minore è rivestito da *turnaround* ed *early stage*. Le motivazioni si possono individuare nei seguenti motivi.

Il *turnaround*, come detto, è una nicchia nel mercato del private equity: solo operatori altamente specializzati sono in grado di assumersi responsabilità di ristrutturare imprese in gravi stati di crisi.

Il secondo è facilmente commentabile alla luce di quanto detto nel paragrafo 1.2: la fase di *early stage* molto spesso viene finanziata da soggetti che non si definiscono investitori istituzionali. Dato l'alto livello di rischio che presentano le imprese in stati poco più che "embrionali", molto spesso ad intervenire sono *business angels* o incubatori di impresa, specializzati nel investire in questa fase in quanto apportatori di un *know-how* specifico per ogni settore, necessario perché l'impresa possa conseguire la crescita sperata.

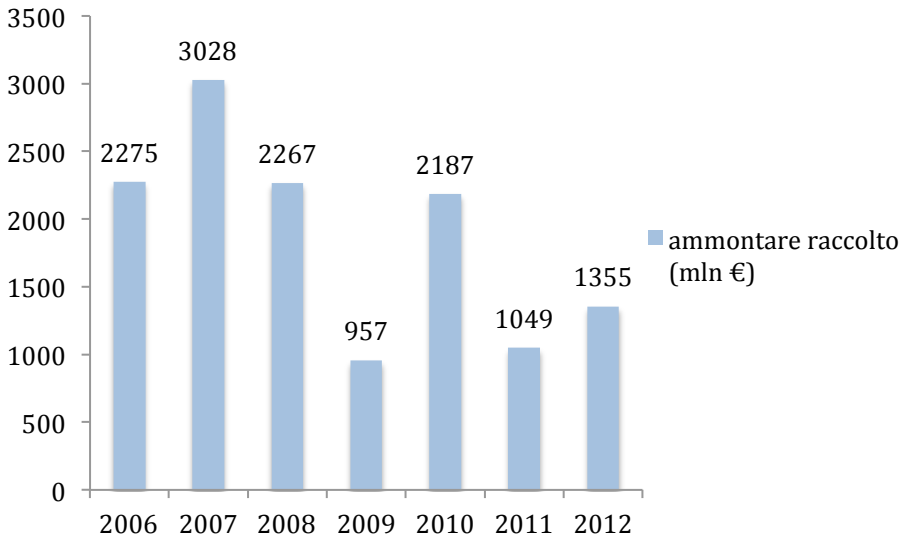
Relativamente alla raccolta, che rimane l'attività più critica per il private equity italiano[43], dopo un andamento altalenante nell'ultimo anno sono stati osservati dei segnali di miglioramento: le risorse complessive raccolte infatti sono cresciute di circa un 30% rispetto al 2011.

La provenienza delle stesse è prevalentemente derivante dal mercato finanziario: nell'anno 2012, il 70% dei capitali è stato reperito sui mercati nazionali ed internazionali, mentre solo un 30% della raccolta è riconducibile a società capogruppo dei veicoli di investimento di tipo *captive*.

L'abilità degli operatori italiani, in grado di attrarre capitali dai grandi investitori istituzionali sia italiani che internazionali, permette quindi di avere risorse disponibili per essere investite nel nostro sistema economico produttivo.

[43] Il mercato del Private Equity e Ventur Capital nel 2012, AIFI, Marzo 2013.

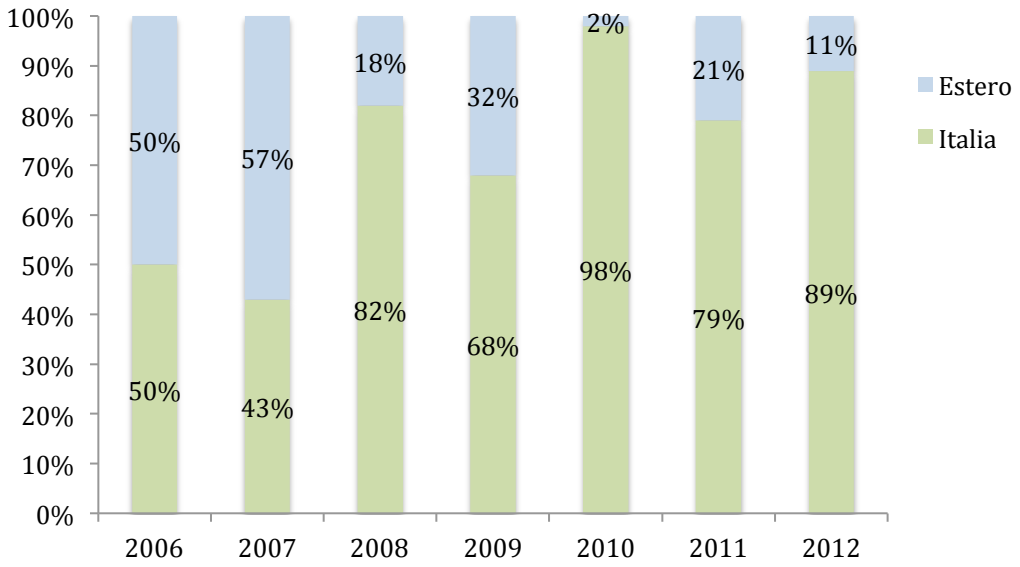
Figura 1.9: Evoluzione dei capitali raccolti.



Fonte: dati AIFI.

Interessante risulta anche confrontare la provenienza dei capitali, suddividendoli tra il mercato locale e quello internazionale:

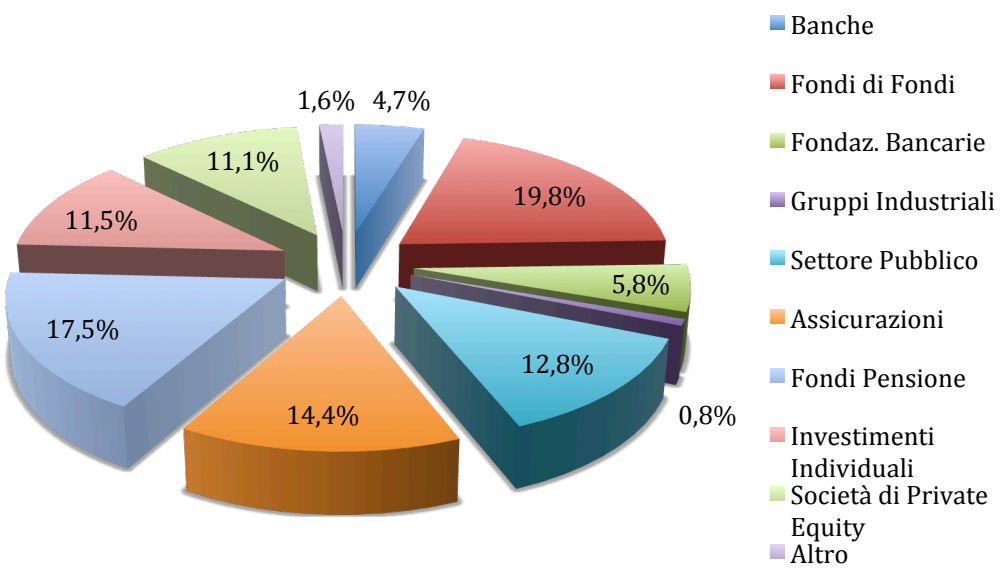
Figura 1.10: Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti sul mercato.



Fonte: dati AIFI.

Inoltre, considerando sempre le risorse raccolte, si è voluto dare una rappresentazione della loro provenienza elaborando i dati dell'ultimo quadriennio (2009-2012) al fine di ottenere dei valori medi rappresentativi dell'intero arco temporale. Si può osservare che l'origine della provenienza, per oltre un terzo, dipenda dai fondi di fondi e i fondi pensione.

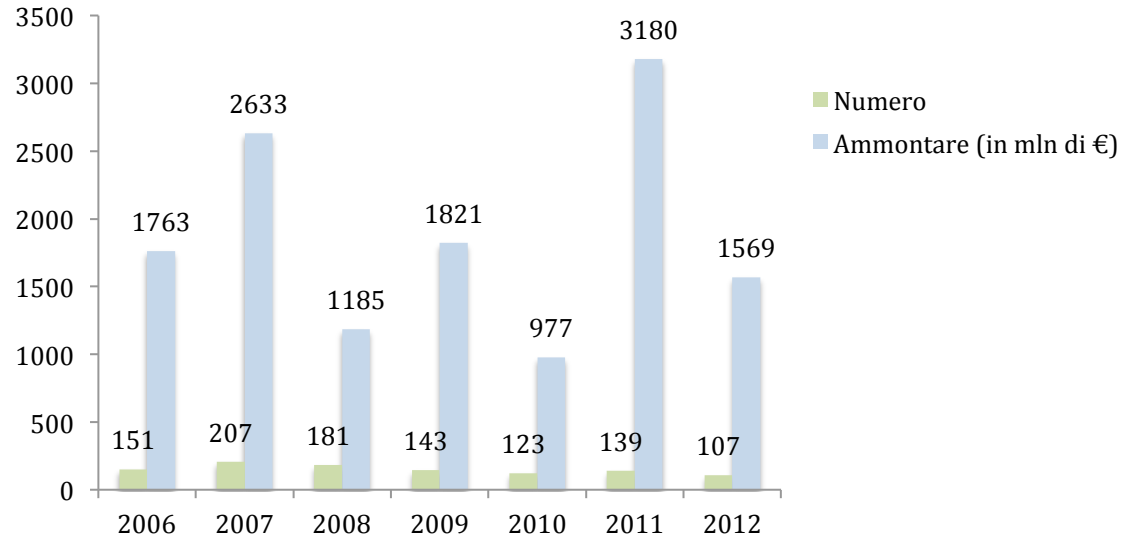
Figura 1.11: Evoluzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte.



Fonte: dati AIFI.

Infine, per completare la panoramica del contesto nazionale, è interessante illustrare come si è evoluto il trend in termini di disinvestimenti.
L'attività di dismissione delle partecipazioni ha seguito un andamento altalenante, per lo più riconducibile alle maggiori o minori opportunità offerte a livello generale, dai mercati finanziari nazionali ed internazionali.

Figura 1.12: Evoluzione dell'attività di disinvestimento.

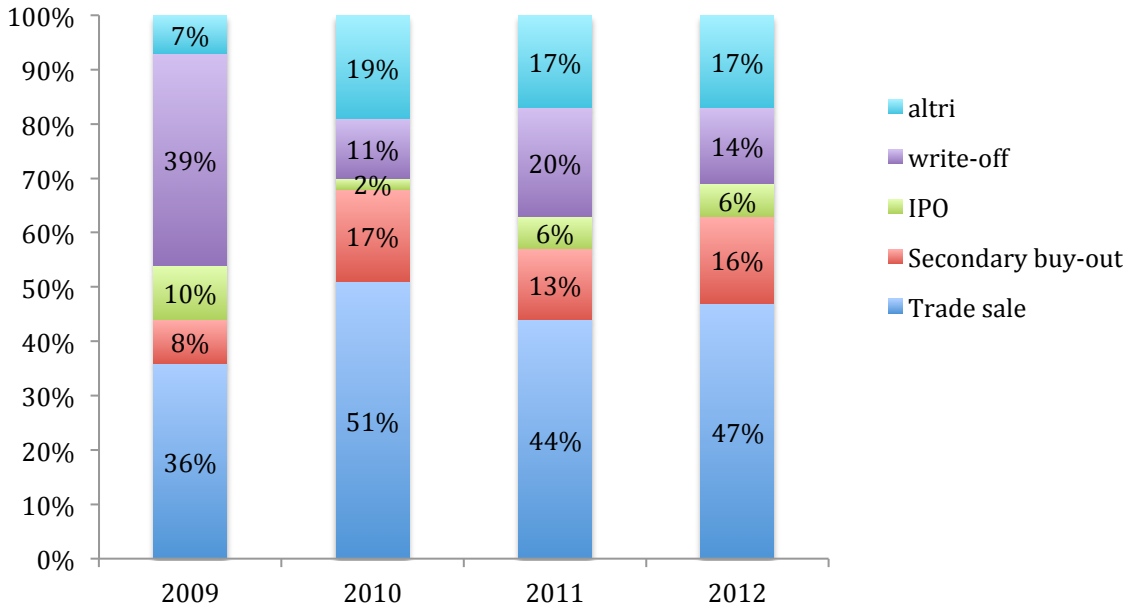


Fonte: dati AIFI.

In termini di modalità di cessione della partecipazione (numero di *deals*), vi è una decisa prevalenza delle operazioni di vendita ad acquirenti industriali (*trade sale*), mentre è da segnalare la riduzione del numero dei *write-off* (azzeramenti, parziali o totali del valore delle partecipazioni in essere). Da questo punto di vista è interessante segnalare che, mentre nel 2009 il 39% del numero di disinvestimenti è rappresentato da *write-off*, negli anni a seguire tale quota diminuisce in maniera considerevole. Ancora più significativo può essere il confronto in termini di ammontare: tuttavia è necessario tenere in considerazione, al momento dell'osservazione di tali dati, che i disinvestimenti di singoli operatori (qualora disinvestano singolarmente grosse somme) possono incidere notevolmente in questo tipo analisi.

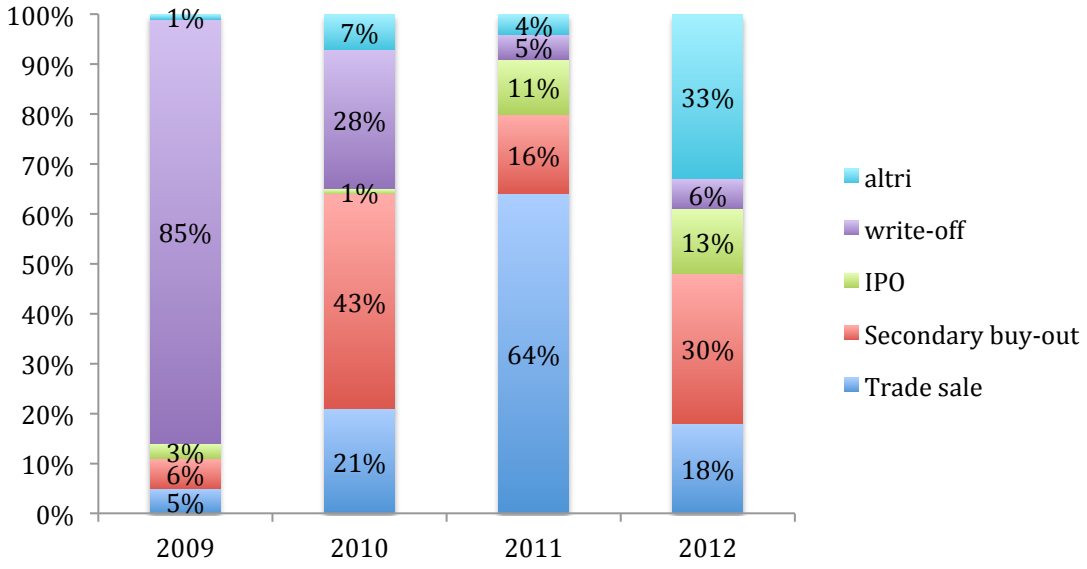
Piuttosto contenuto, seppur in crescita, l'uso del canale borsistico come veicolo di *exit*. Nei grafici sottostanti è possibile osservare la distribuzione percentuale di ammontare e numero dei disinvestimenti per tipologia.

Figura 1.13: Evoluzione della distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia.



Fonte: dati AIFI.

Figura 1.14: Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare di disinvestimenti per tipologia.



Fonte: dati AIFI.

Dopo aver presentato i numeri del mercato italiano, si intende nei prossimi capitoli focalizzare l'attenzione su operazioni di *turnaround financing.*

Di fatto, gli ultimi quattro anni hanno avuto un denominatore comune: le turbolenze finanziarie hanno profondamente cambiato il contesto in cui tutti gli operatori finanziari si sono trovati ad operare.

Sono così sorte sempre più opportunità in termini di possibili interventi degli operatori nelle ristrutturazioni aziendali. Essendo il tema di grande attualità, lo si è voluto trattare osservando il contesto nel quale sono avvenuti simili investimenti.

Nel prossimo capitolo si presenterà cos'è e come si realizza un *turnaround* all'interno dell'imprese, per poi entrare nel merito di tali operazioni effettuate dagli investitori istituzionali.

CAPITOLO SECONDO

Dal declino al risanamento: il *turnaround*

" Il termine crisi in cinese viene scritto con due ideogrammi: uno raffigurante il pericolo, l'altro, invece, l'opportunità."

Questa interessante frase di J. F. Kennedy ben esprime l'approccio che ha chi crede in una ristrutturazione aziendale difronte ai problemi che l'impresa presenta.
Voler creare nuovo valore a partire da situazioni aziendali più o meno in crisi significa cercare di ritornare ad avere risultati laddove l'insieme delle circostanze ha invece portato l'attività in uno stato di sofferenza.
In simili contesti la crisi viene vista come un momento nel quale credere e di conseguenza investire: anche per chi, esterno all'azienda, l'investitore lo fa di professione.
Naturalmente, non tutte le condizioni critiche sono favorevoli a simili interventi: solo qualora la situazione sia risolvibile e recuperabile possiamo parlare di *turnaround*.

2.1 Introduzione del fenomeno

L'espressione *turnaround,* termine anglo-sassone letteralmente non traducibile, è stata assunta per rappresentare tutti i processi sistematici di risanamento e di rilancio delle imprese.

La parola "risanamento" esprime solo in parte l'idea sottostante al termine usato in inglese, che in sé contiene alcune connotazioni essenziali ai cambiamenti per la risoluzione delle fasi di declino o crisi. Infatti questi [44]:

- sono spesso improvvisi, urgenti, decisi rapidamente;
- sono resi necessari da contesti difficili, in cui può essere in dubbio la stessa sopravvivenza dell'impresa;
- sono radicali e traumatici, ed investono non solo le strategie ma anche la cultura e gli asseti proprietari dell'impresa;
- coinvolgono tutti gli *stakeholder*;
- sono disegnati e coordinati in vista di un obiettivo, genericamente espresso dal ritorno all'equilibrio ed alla redditività, cioè ad una vita normale proiettata sul lungo termine.

Tali cambiamenti si possono considerare come elementi congeniti all'interno della vita dell'impresa, dove si alternano successi ed insuccessi spesso con ritmo di tipo periodico. A tali ciclicità alcune imprese sono abituate, almeno le più solide, e sanno prepararsi ad affrontare momenti meno prosperosi, e chi non sa prepararsi non reggerà i momenti più difficili e verrà eliminato dal mercato.
Vi sono alcune situazioni però nelle quali l'alternanza di fasi va ben al di là della ciclicità: quando le cause del dissesto si mantengono a lungo si parlerà di fasi negative di tipo strutturale[45].
La fase negativa, quando dopo vari segni premonitori e la sua diffusione fuori dall'impresa si traduce in insuccesso, porta l'azienda verso un declino che, se diventa inesorabile, prende il nome di crisi.
Sebbene la crisi sia un momento nel quale non solo le aziende ma tutti gli istituti (enti pubblici, no profit, squadre di qualsiasi tipo) rischiano prima o poi di incombere, essa può non sfociare nella fine dell'impresa se si mettono in campo tempestivamente forze che portino, dopo qualche tempo, all'arresto del declino ed al ritorno alla normalizzazione.

[44] L. Guatri; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.
[45] L. Guatri; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

Classificando le fasi negative di tipo strutturale, i concetti sopra esposti possono essere delineati secondo la seguente logica[46]:

I. il declino può tradursi in un recupero, senza passare attraverso la fase di crisi;
II. in alternativa, il declino si traduce in una vera e propria crisi, dalla quale l'impresa può uscire o meno.

Nel primo caso si verifica il *turnaround*, che può venire con o senza richiesta di sacrifici agli *stakeholder*: questo passaggio può richiedere il ricorso a procedure giudiziarie, ma non è affatto necessario qualora si concordino i sacrifici da sopportare.
Nel secondo caso si realizza la cessazione dell'impresa: in maniera non traumatica, attraverso la liquidazione, o in forme più traumatiche come il fallimento, il concordato preventivo o formule similari di liquidazione controllate dalla Pubblica Amministrazione.
Si evince quindi come la crisi rappresenti uno stadio di dilatazione ulteriore del declino, che comporta non solo conseguenze quali la carenza di cassa e la perdita di credito ma anche forti ripercussioni sulla perdita di fiducia da parte della comunità con la quale l'azienda è legata.
Va tenuto in conto però come anche durante la crisi, pur essendo la strada aperta verso l'insolvenza e il dissesto, è ancora possibile realizzare il *turnaround,* anche se questo non potrà che avvenire con sacrifici sempre più importanti (a seconda del grado di criticità) non solo degli azionisti ma anche dei portatori di crediti e della compagine interna che sarà sottoposta ad azioni diverse, dalla riduzione degli organici (dipendenti e dirigenti) al congelamento delle prestazioni o di abbattimento del trattamento economico[47].
Il *turnaround* è pertanto una situazione che, pur dipendendo come visto da specifici contesti, può essere definita caso per caso in relazione al grado di

[46] L. Guatri; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.
[47] M. Masciocchi; *Il turnaround management. Come recuperare e rilanciare le aziende*; Il Sole 24 Ore; Milano; 2007.

avanzamento e all'intensità del processo di distruzione del valore in atto. Di conseguenza, anche le modalità di intervento e il processo saranno elementi direttamente connessi a determinate circostanze.

2.2 Crisi d'impresa e cause del declino

La crisi d'impresa è oggi un fenomeno ampiamente diffuso. Sebbene l'attuale contesto economico renda questa situazione sempre più ricorrente, essa non è prerogativa del nostro paese o della difficile realtà economica con la quale ci stiamo confrontando, ma è insita in ogni sistema industriale: è un fenomeno collegato al dinamismo ed all'instabilità dell'ambiente[48].

Sono molteplici i motivi che rendono le crisi aziendali una componente permanente del sistema economico moderno: alcune delle cause possono essere ricondotte alla grande variabilità delle correnti d'affari internazionali, come per esempio la crescita dei BRICS come competitors delle diverse aree commerciali del Vecchio Continente, piuttosto che l'evoluzione delle tecnologie a favore dell'innovazione.

Ancora le rigidità tipiche di alcuni sistemi economico-sociali, i fenomeni inflazionistici, le difficoltà di programmare incidono sul ciclo di vita dell'impresa: questo insieme di aspetti fanno si che tutte quelle realtà che non abbiano capacità di adattamento possano non essere in grado di sostenere la competizione del mercato ed iniziare una fase che dal declino può portarle sino alla rovina.

Declino e crisi sono, nella vita di tutte le impresa, fenomeni di solito preceduti da sintomi premonitori che possono essere detti di decadenza, prevalentemente di tipo qualitativo e di squilibrio, tipicamente di tipo quantitativo e per ciò talvolta misurabili.

In seguito a queste manifestazioni si hanno i primi segnali di difficoltà, che possono avere origini e natura molto diversa. Qualora questi vengano immediatamente affrontati, quindi la crisi la si approcci al primo stadio e le perdite

[48] S. Sciarelli; *La crisi d'impresa*; CEDAM; Padova; 1995.

generate, benché la situazione stia sempre più peggiorando, siano ancora minime, la probabilità di successo è la più alta. A questo livello la difficoltà sta nel individuare le cause e le relative contromisure in tempi consoni a non compromettere l'economicità aziendale.

Nel momento in cui si presentano, poco a poco le risorse vengono erose dalle perdite: tale processo si manifesta in un assorbimento formale di quote di capitale ed altre voci di bilancio, che si palesano attraverso la diminuzione di liquidità, la difficoltà nel distribuire dividendi, la riduzione o il taglio di finanziamenti ad aree essenziali come marketing, formazioni, R&S e comunicazione.

Bloccare il trend negativo una volta raggiunta questa fase è senza dubbio più difficile.

Oltre un certo limite, la prova tangibile dello stato critico dell'impresa è l'insolvenza. Da questo punto in poi la crisi non è più solo un fatto con qui l'azienda deve fare i conti esclusivamente al suo interno, ma genera una serie di conseguenze che forzatamente si evidenziano pure a tutti gli stakeholder. Inizieranno le difficoltà per pagare i fornitori, la mancanza di denaro porterà a non rispettare le scadenze, si assisterà al declassamento del rating bancario con le conseguenti difficoltà ad ottenere credito ed alla progressiva perdita della clientela.

Di fronte a questo stato di complessità, è evidente che l'intero assetto aziendale subisce forti ripercussioni ed ogni intervento risanatorio diventa sempre più problematico e con minori possibilità di successo. Non solo, ma ogni azione non è più volta a correggere in corso errate politiche o decisioni, ma è necessario intervenire in profondità, in primis su capitale e management.

A questa fase può seguire solo il dissesto: anche durante questo stato sono concepibili operazioni di salvataggio e ristrutturazione, ma è imprescindibile la disponibilità dei creditori a cancellare parte del loro credito oppure il ricorso a procedure concorsuali.

Spesso il ritardo nel riconoscimento del momento critico è un elemento dovuto al tentativo da parte del management aziendale di nascondere la situazione reale per la paura di interventi molto dolorosi. Non è raro assistere in contesti simili a

comunicazioni all'esterno di poste economico-finanziarie di bilancio modificate mascherando il reale stato dell'azienda[49]. L'effetto finale è che le conseguenze di tali comportamenti sfocino in una situazione irrecuperabile la cui unica via d'uscita sia la dichiarazione di fallimento.

Dalle righe soprastanti si evince come due siano pertanto gli aspetti critici sui quali operare quando l'impresa inizia ad evidenziare una situazione difficile: individuare le cause ed agire con tempestività.

La cause del declino e della crisi delle imprese possono essere individuate facendo riferimento a due approcci: uno soggettivo e l'altro obiettivo[50].

Il primo va alla ricerca degli uomini come origine del problema, il secondo invece guarda alle cause obiettive per giudicarne l'eventuale rimovibilità.

Per quanto riguarda il fattore umano il management è sempre considerato tra i primi artefici dei problemi, ossia la causa si identifica nell'impreparazione e incapacità di coloro che guidano l'impresa o dal fatto che è composto da un team di persone non abbastanza variegato in termini di competenze[51].

Ancora, eccessiva burocrazia, poco controllo e poca capacità di incidere da parte dei consigli di amministrazione sono tra i motivi spesso considerati.

Tuttavia gli uomini a cui si devono successo e crisi sono anche altri *stakeholder*, come lavoratori, sindacati, creditori e fornitori: additare eccessivamente imprenditore e management non è sempre la giusta maniera di ricercare le cause.

Oltre che dall'incidenza delle persone, il declino può dipendere da fenomeni e forze che possono sfuggire al dominio degli uomini d'impresa: cioè da fenomeni esterni dipendenti dal settore o addirittura dal Paese.

Si adotta per tale motivo uno schema di tipo obiettivo nella descrizione e nell'analisi delle cause, cercando di distinguere pertanto alcuni "tipi" di declino e di crisi a seconda delle ragioni da cui sono provocate[52]:

---

[49] Per nascondere le perdite vengono utilizzati alcuni "espedienti" finalizzati a ridurre l'impatto delle componenti negative di reddito di origine stimata (riducendo per esempio i costi di ammortamento) ed aumentare quelle positive (sopravvalutando le rimanenze).

[50] L. Guatri; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.

[51] Ad esempio quando in un impresa industriale il top management è composto da soli ingegneri.

[52] L. Guatri; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.

a) crisi da inefficienza: quando l'attività aziendale non ha risultati in linea con quella dei concorrenti in termini di produttività, cioè quando il rapporto input/output [53] è maggiore di quello mediamente di riferimento per il settore;
b) crisi da sovracapacità/rigidità: quando l'alta incidenza di costi fissi non permette facili adattamenti all'impresa nel breve termine in risposta a variazioni della domanda;
c) crisi da decadimento dei prodotti: quando il mix offerto al mercato non regge la concorrenza a cause di un margine di contribuzione al di sotto del limite necessario per coprire i costi fissi;
d) crisi da carenza di programmazione ed innovazione: da intendersi da un lato come incapacità di adattare le condizioni di svolgimento della gestione ai mutamenti ambientali e dall'altro la mancanza di generare idee destinando risorse alla ricerca;
e) crisi da squilibri finanziario-patrimoniale: spesso indicato esclusivamente come una causa, in realtà va detto che si può anche considerare come un effetto di una o più cause sopra elencate.

Nella realtà, anche se qui per esigenze espositive si sono categorizzate cinque precise tipologie di cause, è naturale che la crisi dipenda da più motivi in combinazione tra di loro. Non solo, ma spesso oltre a queste grava il fattore umano: a determinarne la gravità fino al limite della pericolosità sono in particolare i comportamenti dei vari soggetti coinvolti.

Tuttavia il management, sebbene può essere co-responsabile nel processo di decadimento, è anche il primo attore al momento di avviare un *turnaround*: per arginare in primis e poi risolvere le cause deve agire con tempestività.

Il tempo è una variabile fondamentale in ogni processo di ristrutturazione: esso gioca a sfavore dell'impresa in quanto al tempo si associa un'evoluzione negativa della percezione della crisi. Tutti gli *stakeholders* attendono con ansia dei segnali di cambiamento, ma se avvengono troppo presto vengono considerati come

[53] L'efficienza a cui si fa riferimento non riguarda solamente l'area produttiva, ma tutte le funzioni aziendali (finanza, amministrazione, etc.).

superficiali e non abbastanza profondi, se si attende troppo quando la situazione si è certamente aggravata l'inattività decisionale rischia di rendere tangibili i sintomi e le paure di una situazione ancor peggiore.

Per di più, oltre al tempismo riferito allo stato contingente dell'impresa, va considerato quello relativo ai tempi del mercato: probabilmente una delle prime analisi sulle quali si deve concentrare il management all'inizio di un *turnaround* è il calcolo dei tempi d'impresa rispetto a quelli dei concorrenti e quelli desiderati dal mercato[54]. Tutto questo ha l'obiettivo di evidenziare le aree di inefficienza e le operazioni che non creano valore aggiunto per impostare le prime mosse avendo come parametro di riferimento il miglioramento della performance aziendale: ciò spesso comporta una reingegnerizzazione del processo dell'intera attività aziendale.

Prima di esporre come si svolga un *turnaround* nelle sue diverse fasi, si desidera ai fini della presente ricerca mettere in luce una precisa area delle cause della crisi.

Infatti, dato l'obbiettivo della presente trattazione di verificare l'intervento degli investitori istituzionali in imprese *distressed,* di seguito si presenta in maniera più esaustiva come tendenzialmente si trovano simili imprese da un punto di vista economico finanziario: oltre ad interventi mirati all'organizzazione, alla struttura e talvolta anche alla cultura della società, sicuramente i fondi specializzati hanno la caratteristica di intervenire immediatamente con l'iniezione di capitali freschi. Essendo questo l'intervento più efficace nel breve termine e quello di più facile misurazione, nel capitolo empirico si avrà un'attenzione particolar nel trattare dati finalizzati all'analisi di queste situazioni.

2.2.1 Squilibri finanziari e patrimoniali

Pur essendo una delle possibili cause della crisi, spesso lo squilibrio finanziario viene imputato come quella principale: in realtà, si dovrebbe dire che, sebbene sia anche una causa, è sicuramente la prima diretta conseguenza di tutte le altre ragioni precedentemente citate.

[54] S. Salvemini; *Gestire l'impresa partendo dal futuro*; Egea; 1997; Milano.

Quando si parla di squilibrio finanziario ci si riferisce a situazioni caratterizzate da[55]:

- grave carenza di mezzi propri e corrispondente netta prevalenza di mezzi a titolo di debito (eccessivo *leverage*);
- marcata prevalenza di debiti a breve termine rispetto ad altre categorie di indebitamento;
- squilibri tra investimenti duraturi e mezzi finanziari stabilmente disponibili;
- insufficienza o inesistenza di riserve di liquidità;
- scarsa o nulla capacità dell'azienda a contrattare le condizioni del debito;
- nei casi più gravi, difficoltà a seguire ed affrontare le scadenze e conseguente ritardo di alcune categorie di interventi.

La presenza di uno squilibrio finanziario rende l'impresa molto più soggetta ad essere incapace ad affrontare periodi sfavorevoli. L'alto costo del debito infatti, rispetto alle concorrenti, fa si che l'azienda squilibrata abbia un eccessivo peso degli oneri finanziari non appena le cose non vanno più nei migliori dei modi, iniziando cosi a subire perdite e deteriorando ulteriormente le sue condizioni finanziarie. In situazioni simili si tende ad entrare in una sorta di *loop* negativo: si rende sempre più difficile trovare nel mercato finanziamento a titolo di capitale o credito, e qualora si riuscisse il costo è naturalmente più elevato.
Questo insieme di eventi accompagnandosi alla crisi aziendale, fanno si che al momento della manifestazione del dissesto si additi esclusivamente a tali cause il problema: la responsabilità della crisi invece, si ribadisce, ricade su una molteplicità di aspetti.
Tuttavia non va escluso che in particolari situazioni gli squilibri finanziari rientrino fra i fattori primari di crisi. Talvolta questi non sono direttamente ed esclusivamente ascrivibili ad un cattivo management aziendale ma ad esempio a particolari situazioni ambientali: si pensi quando nel mercato creditizio l'ottenimento di debito a medio-lungo sia di difficile ottenimento e vi sia di conseguenza il ricorso ad un eccessivo finanziamento a breve termine. Spesso in

[55] L. Guatri; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.

contesti economici simili, unitamente a particolari caratteristiche proprie dell'azienda, lo squilibrio si può considerare come un fattore primario di crisi.
A fianco a questo vi è poi spesso uno squilibrio di tipo patrimoniale: la scarsità di mezzi propri rende l'impresa più vulnerabile alla crisi, avendo poche risorse da opporre alle perdite che si producono. La condizione patrimoniale assume un ruolo differente a seconda dello stato del declino: se nelle fasi iniziali può essere considerata come una particolare componente delle difficoltà, essa accresce di importanza col protrarsi della crisi, diventando condizione essenziale per resistere e consentendo più o meno ampi periodi di tempo per tentare le necessarie azioni di correzione e recupero.
In contesti simili il ruolo dell'investitore istituzionale può essere di grande aiuto: naturalmente, non trattandosi mai di salvataggi a "scopo benefico", è quindi evidente che l'impresa deve presentare una serie di caratteristiche favorevoli affinché qualcuno voglia rivitalizzarla. Tuttavia trovare chi intervenga direttamente nel capitale proprio può dare un grosso aiuto nel risolvere queste problematiche nell'immediato, per poi prendere in considerazione, nel medio-lungo termine l'intera riorganizzazione e revisione dei diversi aspetti critici che si considerano cause delle difficoltà dell'azienda.
Tra queste, essendo lo scopo di questa ricerca un'analisi dell'investimento nelle imprese in stato di difficoltà, si vogliono considerare due aspetti rilevanti propri di codesta categoria: le politiche finanziare errate e la gestione del circolante inadeguata.

Politiche finanziarie errate

Le politiche finanziarie possono contribuire al fallimento di un'impresa innanzitutto in caso di errate o illogiche scelte delle forme di finanziamento con conseguente struttura finanziaria a rischio.
Talvolta l'utilizzo dell'effetto leva e il conseguente ricorso ad un forte indebitamento ne possono costituire un esempio qualora non vengano fatte

secondo chiare finalità strategiche, quali per esempio operazioni di ristrutturazione finanziarie come *leverage buy-out* o *management buy-out.*

Ancora, oltre al rapporto di indebitamente, va tenuto in conto anche come l'impresa ricorra al debito, ossia se il mix (breve vs medio-lungo) e la spalmatura nel tempo possano essere sostenute.

Nella pratica si assiste all'inadeguatezza nell'utilizzo del debito in diverse maniere.

Spesso, nelle grandi aziende si sono verificati grossi indebitamente attraverso l'emissione di *corporate bonds* con elevata remunerazione per l'investitore e maturazioni sempre più ravvicinate, per varie "distorte" motivazioni: per esempio la volontà della proprietà di rimanere ancorata al controllo fa si che l'impresa non venga finanziata con emissione di nuove azioni ma con lo strumento sopra descritto[56].

Diverso è il caso di imprese più piccole, dove l'anomalia più riscontrabile è l'utilizzo di finanziamenti a breve per sostenere investimenti in immobili o progetti che tendenzialmente sono di medio-lungo termine[57].

Va tenuto quindi sempre ben chiaro l'importanza che le fonti di raccolta hanno nel non generare squilibri che possano essere causa di future situazioni di tensione finanziaria. Oggigiorno la finanza permette una pluralità di strumenti, diversificati e complementari per permettere una provvista il cui uso inquadrato in una strategia complessiva permette un supporto equilibrato allo sviluppo.

Inadeguata gestione del capitale circolante

La portata strategica del capitale circolante, in quanto espressivo della capacità d'impresa di far fronte agli impegni a breve e raggiungere quelli a medio-lungo termine in particolar modo in determinate fasi del ciclo di vita del business, risulta sempre più centrale difronte ad un contesto come quello attuale, dove l'operatività delle imprese si evolve in maniere sempre più rapida.

[56] È questo il caso della famiglia Tanzi nel crack Parmalat.

[57] G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda; *Corso di economia aziendale*; Il mulino; Bologna; 2005.

La presenza di forze competitive aggressive e dinamiche fa si che si verifichi un incremento dell'incertezza nonché una perdita di controllo sulle variabili ambientali, alcune delle quali sono in grado di influire notevolmente sui flussi di reddito generati dalla gestione caratteristica d'impresa: tale effetto si manifesta come scostamento del risultato conseguito rispetto alle attese e si traduce in un peggioramento del rischio complessivo d'impresa[58].

In tutto ciò la funzione finanza deve svolgere un importante compito, ossia quello di adottare corrette dinamiche finanziarie nonché pianificare, programmare e poi monitorare le politiche di gestione delle risorse.

Quanto appena esposto vuole evidenziare l'importanza dell'area pianificazione e controllo nella gestione del capitale circolante: spesso un'incorretta gestione è conseguenza di un inadeguato sistema di controllo.

In particolar modo, nelle aziende in difficoltà non di rado si incontrano specifiche e gravi lacune nella gestione dei flussi dei crediti verso clienti, del magazzino e dei debiti verso fornitori. Le motivazioni possono essere[59]:

- l'attenzione prioritaria, tipica delle aziende in squilibrio, agli aspetti reddituali anziché patrimoniali;
- l'assegnazione di responsabilità incoerente: per esempio, attribuendo alla funzione Finanza e Controllo la responsabilità delle voci sopra descritte anziché alle funzioni di riferimento (Logistica per gli inventari; Commerciale per i crediti verso clienti e Acquisiti per debiti verso fornitori);
- la scarsa attenzione nel nominare gli addetti a tali aree: date le tecnologie informatiche e l'utilizzo di strutture esterne specialistiche, sarebbe bene destinare a queste funzioni soggetti specializzati e non generalisti amministrativi, o comunque personale non all'altezza.

[58] G. Mariani; *Politiche di capitale circolante e gestione economico-finanziaria d'impresa*; FrancoAngeli; Milano; 2007.

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

In particolar modo la criticità della pianificazione e controllo in merito alla gestione del capitale circolante in aziende caratterizzate da stagionalità piuttosto che precise *deadline* [60] è ancor maggiore: errori di pianificazione dei flussi comprometterebbero l'equilibrio finanziario, tenendo conto che il finanziamento a breve delle aziende da parte del sistema bancario trova proprio nella rotazione del circolante il suo motore.

2.3 Il processo di *turnaround*

Il processo di *turnaround* , come già detto in precedenza, può iniziare sia durante la fase di declino che in momenti successivi, quando la crisi sfocia in problemi sempre più articolati: naturalmente, più le misure risanatorie tardano più saranno necessarie decisione drastiche e diminuirà la probabilità di successo. Tuttavia in qualunque momento il *turnaround* abbia inizio si sviluppa sempre secondo delle fasi tipiche. Sebbene i diversi casi di ristrutturazioni aziendali siano spesso diversi gli uni dagli altri, la letteratura ha ipotizzato un percorso ideale, uno schema di successione delle valutazioni finalizzate al recupero dell'impresa. In particolare, non interessa tanto il numero delle fasi proposte quanto piuttosto l'ordine logico nel quale si susseguono.

In principio l'impresa in crisi ha come obiettivo fondamentale la sopravvivenza ed il raggiungimento di un cash-flow positivo: il disinvestimento di attività, la scrematura dei prodotti, la riduzione del personale sono alcune tra le classiche azioni alla prima fase di emergenza. Solo in seguito attuerà politiche strategiche indirizzandosi verso obiettivi di crescita, acquisizioni, lancio di nuovi prodotti e inserimento in nuovi mercati[61].

In ogni modo, da caso a caso le situazioni possono variare: spesso i *turnaround managers* al momento di portare la loro esperienza come elemento

[60] Si pensi a tutte quelle aziende che operano con contratti a lungo periodo (per esempio, costruzioni) o su commessa.

[61] S. Sciarelli; *La crisi d'impresa*; CEDAM; Padova; 1995.

esemplificativo, dimenticano che la trasferibilità in altri contesti non sempre è fattibile.

Per questo nel tempo la letteratura ha cercato di individuare dei momenti indicativi nei quali si sviluppa un processo di ristrutturazione: questo perché l'ispirazione di una teoria permette di generalizzare alcuni processi cercando di permetterne la replicabilità.

Principalmente, la letteratura individua quattro macro fasi[62]:

i. il riconoscimento del declino e il cambio del management;
ii. la valutazione;
iii. la definizione di un Piano di *turnaround*;
iv. il riequilibrio e il ritorno alla crescita.

Il processo è stato ulteriormente scomposto, ancora, in analisi delle cause e delle determinanti del *turnaround*; decisione sul rinnovamento o cambiamento del management come segnale forte per ripristinare la fiducia degli *stakeholder*; analisi dei fattori chiave quali posizione competitiva, ciclo di vita, struttura del settore per determinare la miglior risposta; implementazione del *turnaround.*

Riconoscendo però che la complessità dei contesti nei quali si muovono simili categorie di operazioni mal si adatta a rigide classificazioni, si darà una descrizione non eccessivamente schematizzata per permettere di cogliere le attività *core* proprie di questi processi.

2.3.1 Il riconoscimento del declino e il cambio di management

Il riconoscimento che l'impresa è "malata" è il primo passo per un processo di risanamento. Giungere ad ammettere che l'azienda è in una fase di declino è un fatto assolutamente di rilievo: in molti casi ciò si ritarda parecchio, giustificando il periodo negativo come un momento normale della ciclicità d'impresa.

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

In quest'ammissione è implicito il fatto che sono stati fatti degli errori: proprio per tale motivo i responsabili tendono a dare le più svariate spiegazioni per chiarire i deludenti risultati prima di assumersi la responsabilità dell'accaduto. In un'impresa a conduzione manageriale di conseguenza la sostituzione del management, o di una parte di esso, diviene una scelta molto spesso obbligata: è opinione diffusa che l'introduzione di un nuovo amministratore delegato in veste di *turnaround manager* debba avvenire immediatamente dopo il riconoscimento dello stato di crisi[63]. Spetterà poi a lui l'individuazione e la selezione delle giuste persone: avrà come primo compito quello di "far uscire di scena le persone sbagliate per coinvolgere quelle giuste"[64].

Infatti il cambiamento del management non significa di tutto il management, e risulta soprattutto fondamentale individuare un leader capace di dare avvio al processo di ristrutturazione: la figura del nuovo *ceo* dovrà essere caratterizzata da una leadership non ego-centrica ma impreso-centrica[65].

Il cambiamento si rende spesso necessario in quanto il management esistente mantiene la tendenza ad affidarsi a strategie già consolidate, ed inoltre la perdita di credibilità generata dall'insuccesso mal lo adatta a gestire il problema.

Coloro che si incaricheranno di individuare chi debba prendere in mano l'azienda sono direttamente o indirettamente gli *stakeholder*: nel caso della presente analisi, il gruppo di soggetti che assume un ruolo primario di decisione sarà il fondo di private equity coinvolto nell'operazione.

Per completezza si fa tuttavia riferimento anche a situazioni (comunque limitate) nelle quali il declino delle performance non è imputabile ai responsabili della direzione d'impresa, come accade in epoca di recessione economica[66]: in simili situazioni appaiono più valide le strategie di mantenimento considerando il management esistente più adatto a gestire le strategie di recessione.

Altro aspetto rilevante nella ristrutturazione è la necessita di una consulenza

---

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

[64] Da un intervento del A.D di San Benedetto Pierluigi Tosatto nella conferenza "Turnaround aziendali", 22 aprile 2013, Treviso.

[65] Tosatto in "Turnaround aziendali", 22 aprile 2013, Treviso.

[66] R. Whittington; *Recession strategis and top management changes*; Journal of general management, 1991.

professionale specializzata: in questo stadio essa, oltre a valutare la situazione ed intervenire nella formazione del piano di risanamento, deve essere in grado di assicurare la conduzione delle trattative coi creditori quando si richiedano particolari sacrifici. I clienti potenziali infatti non saranno solo le aziende in crisi ma anche gli *stakeholder* esterni, in particolare i grandi creditori per business ordinario e i detentori di strumenti finanziari di credito in capo all'azienda.
Le strutture consulenziali di riferimento possono essere banche d'affari, gestori di crisi organizzati in società di *management consulting,* società di revisione tradizionali, operatori *ad hoc* come particolari fondi di private equity, studi legali o commercialisti che hanno maturato esperienza nel settore: è un quadro molto variegato quello di queste categorie professionali.
Storicamente il mercato del *turnaround* era dominato dalle grandi società di revisione internazionali e da alcune banche d'affari che erano esposte per notevolissimi ammontare con le società target.
Successivamente il mercato di offerta si è allargato molto e a partire dagli anni novanta sono emerse una serie di *boutique* finanziarie specializzate, diverse delle quali nate da spin-off delle precedenti organizzazioni, che si sono dedicate a tale settore.

2.3.2 La valutazione

Dopo il riconoscimento dello stato di crisi, è necessaria una profonda analisi della situazione per poi definire come si può garantire la continuazione dell'attività: gli immediati passi successivi saranno la raccolta dei dati disponibili, l'individuazione delle cause, la formulazione di una diagnosi e il disegno di un piano di azione. L'obiettivo di questa fase è capire quali sono le possibilità per l'impresa di portare a termine una strategia di *turnaround*.
Se la valutazione risulta negativa, bisognerà individuare il miglior modo per minimizzare le perdite (cedere l'attività, liquidare o presentare istanza di fallimento).
In caso contrario, per risollevare l'azienda la premessa di tutte le decisioni di

continuazione è un adeguato piano di risanamento. Esso è la risposta, tradotta in termini operativi, al problema del fronteggiamento dell'insolvenza. Si tratta del punto d'arrivo di un complesso lavoro che riguarda[67]:

- l'identificazione delle ragioni del declino e della posizione dell'impresa;
- la misura delle perdite subite e l'analisi delle loro caratteristiche;
- l'accertamento di una situazione patrimoniale di partenza;
- l'individuazione dei provvedimenti e degli interventi da assumere per rimuovere gradualmente i fattori del declino;
- la precisione dei sacrifici eventualmente da richiedere agli stakeholder;
- le proiezioni nel breve e nel medio termine dei risultati ottenibili a seguito degli interventi e dei sacrifici richiesti.

Per iniziare il progetto di risanamento si deve stabilire quali siano state le cause e come queste abbiano operato. È importante inoltre considerare, in questa fase, la posizione dell'azienda nel settore, verificando punti di forza e di debolezza nei confronti dei concorrenti.
La diagnosi di settore, fattibile attraverso alcuni modelli caratteristici proposti in letteratura[68], risulta di fondamentale importanza per capire come impostare le strategie per il futuro: le sue caratteristiche giocheranno un ruolo importante nella rinascita dell'azienda.
Dopo una macroanalisi è bene focalizzarsi sulla realtà aziendale, considerando cioè la gravità complessiva delle cause del declino. Si terrà in conto pertanto il livello delle perdite alla quale l'impresa è andata incontro negli ultimi anni. Si parla di un'analisi delle perdite volta a verificare:

1. intensità: è il primo indicatore di riferimento per verificare la fattibilità del *turnaround.* Ciò che risulta fondamentale è assicurarsi che non si sia oltrepassato il "punto di non ritorno", ossia che la situazione non sia talmente compromessa a tal punto che si ritenga altamente improbabile

[67] L. Guatri; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.
[68] Per esempio utile può essere il Modello delle cinque forze di M. Porter.

che possa essere recuperata la redditività aziendale per riportarla a condizioni di equilibrio normali. I metodi più classici sono indicatori volti a misurare le perdite in relazione ad alcune voci come fatturato o capitale investito;

2. trend storico: valutando il livello dell'andamento storico, si può verificare se nel tempo vi è stato o meno un peggioramento;

3. struttura: per capire se vi è la presenza di un margine operativo lordo prima di voci come ammortamenti e oneri finanziari. In particolare essendo gli ammortamenti un costo già sostenuto e assorbito e gli oneri considerati "neutrali" rispetto alla gestione, è opinione diffusa [69] che qualora si sia in presenza di un MOL negativo, le difficoltà di recupero siano molto difficili.

4. perdite apparenti rispetto a quelle reali: assicurarsi che non vi siano falsi sgonfiamenti delle perdite dovute ad una particolare soggettività di alcune poste di bilancio (plusvalenze, rivalutazioni, ammortamenti);

5. conseguenze finanziarie: quando l'entità della perdita non supera le voci di autofinanziamento come TFR, ammortamenti ed altri costi differiti, le conseguenze finanziarie non si vedranno immediatamente. Ciò non deve ingannare, bisogna avere la consapevolezza della reale situazione economica: spesso nell'esperienza comune, il management considera la perdita solo quando la si associa a flussi di cassa negativi.

L'analisi storico-qualitativa comprende anche la definizione di una situazione patrimoniale che è il punto di partenza del *turnaround.*
L'importanza di questo momento è quello di stabilire quali siano i dati dai quali si

[69] Cfr. Guatri 1986.

parte per avviare il nuovo ciclo: non sarebbero esprimibili futuri giudizi e misure in mancanza di un chiaro punto di riferimento iniziale.
Oltre alla sicurezza del punto di partenza assunto, altro obiettivo di questa fase è dare la certezza agli *stakeholders* di aver comunicato in maniera trasparente la situazione, illustrando tutto quanto di negativo è accaduto in passato, evitando di dare incomplete e lacunose informazioni volta per volta. Tale forma non farebbe altro che accentuare la sfiducia e la poca credibilità di cui probabilmente gode l'impresa nella situazione di crisi: il management per recuperare la propria attendibilità deve avere una comunicazione completa e immediata.
La situazione di partenza deve però anche assicurare un accertamento dei valori economici in tal momento. Pertanto anche questa viene vista come uno strumento essenziale per ricostruire il valore dell'azienda: in particolare ciò vale per le imprese non quotate che non possono neppure usufruire dei prezzi di borsa come valore indicativo.
Sebbene si abbia detto dell'importanza di questa stima accade però che, quando l'elaborazione è particolarmente laboriosa e i tempi mal si conciliano con la prima fase del *turnaround*, questa fase si rinvierà appena possibile, in parallelo alla formazione del piano di risanamento.

2.3.3 La definizione del piano di *turnaround*

Nel piano di risanamento si esprime il vero e proprio progetto di ristrutturazione e di rilancio.
L'inziale formazione e il periodico aggiornamento del piano costituiscono uno strumento essenziale al *turnaround manager* per concepire e concretizzare gli indirizzi generali e gli obiettivi che, se realizzati, dovrebbero consentire la continuità ed il rilancio aziendale. Tale affermazione può essere rafforzata dall'esito di numerose ricerche empiriche che hanno dimostrato come, in assenza di un piano che coinvolga l'intero riassetto strategico-industriale, la sola ristrutturazione finanziaria può avere effetti di corto respiro.
Nel caso di un *turnaround*, il piano assume specifiche connotazioni per le seguenti

circostanze[70]:

- Segue la fase di diagnosi e viene impostato quando sono già in corso alcuni interventi di salvataggio. Come descritto poc'anzi, quando l'urgenza richiede un forte tempismo e l'analisi patrimoniale necessità di tempo, il momento di preparazione del piano interagisce con le fasi precedentemente illustrate.

- Deve costituire un vero catalizzatore dell'organizzazione affinché questa faccia propri i diversi profili comportamentali e di responsabilità sui risultati richiesti della crisi in atto. L'azienda deve ripensare a strategie di prodotti, scelte di clienti, risorse finanziarie necessarie e soprattutto quali debbano essere le persone capaci di realizzare il tutto.

- Una volta approvato dal consiglio di amministrazione non è destinato solo al management interno, ma ad una *audience* allargata che comprende azionisti, *stakeholder* e gli organi pubblici di sorveglianza eventualmente interessati al riguardo.

- Richiede un'adeguata valutazione dei rischi e l'inserimento di possibili alternative rispetto al piano base. Sebbene questa prassi non sia molto diffusa, risulta in realtà estremamente utile tenendo conto dei possibili cambiamenti richiesti e della necessità di convincere azionisti o soggetti terzi a fornire i capitali necessari.

Perché il piano possa avere il suo effetto, è fondamentale non fare errori di comunicazione: il management deve risultare chiaro per tutti i collaboratori interni ed esterni. Il risultato dipende in grossa parte dal fatto che tutti gli *stakeholder* comprendano la necessità dei cambiamenti nei quali stanno per essere coinvolti.
È necessario che, al momento della redazione del piano, si presti attenzione ad

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

alcune particolarità, ossia caratteristiche che ne migliorino l'efficacia[71]:

- semplicità, che va resa anche attraverso un numero limitato di pagine;
- realismo: aderenza con il mercato e con il settore in cui l'azienda compete;
- coinvolgimento di tutto il management, tanto nella preparazione quanto nella sua attuazione;
- approfondimento dei punti di forza e di debolezza;
- un obiettivo finale che indichi all'azienda quale direzione seguire per raggiungere lo scopo stabilito;
- una serie di obiettivi intermedi misurabili e quantificabili affinché il management si possa rendere conto strada facendo dei risultati raggiunti.

Sotto un profilo maggiormente operativo, possono essere individuate quattro modalità prevalenti di interventi correttivi. In particolare, il risanamento può essere realizzato[72]:

a) per via di ristrutturazione: quando l'ambito di intervento riguarda la combinazione prodotti/mercati tradizionali senza sostanziali variazioni dimensionali. In questi casi ci si focalizza sul miglioramento dell'efficienza produttiva in merito a fattori essenziali (personale, impianti, materiali), nonché sul riassetto patrimoniale-finanziario;

b) per via di riconversione: quando l'obiettivo principale è la revisione delle tradizionali combinazioni prodotti/mercati. Innovazione e marketing saranno le prime aree di intervento;

c) per via di ridimensionamento: il momento essenziale del rinnovamento è rappresentato da una sostanziale modifica delle dimensioni, in genere intesa come riduzione. Questa tipo di risanamento spesso si attua in

[71] D.B. Bibeault; *Corporate Turnaround: how managers turn losers into winners*; Beard Books; Washington; 1999.
[72] L. Guatri; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.

presenza di crisi da sovracapacità produttiva, ed è una delle forme di intervento più traumatiche per i drastici tagli che impone al personale;

d) per via di riorganizzazione: il punto principale di intervento riguarda gli aspetti organizzativi. Esempi possono essere la definizione di aree di responsabilità, predisposizione di nuovi sistemi di controllo, una circolazione delle informazione più efficiente ed efficace, una più precisa pianificazione, etc.

I piani di *turnaround* investono in genere più di uno degli aspetti sopracitati: si può quindi parlare di prevalenza di uno rispettivamente ad un altro ma mai di esclusiva.

Ancora, un'ulteriore condizione da tenere in conto riguarda la razionalità del piano. Ci si riferisce al fatto che esso si ispiri a principi fondati e condivisibili (non favorire alcuni *stakeholder* rispetto ad altri); che sia coerente nella relazione tra obiettivi preposti e risultati attesi; che sia conveniente, cioè che possa mostrare l'utilità di porre in essere il risanamento ed infine che abbia una sufficiente capacità di convinzione, che derivi dalla ragionevolezze delle considerazioni sopra esposte.

Il piano infine può rispecchiarsi in più tipi, infatti il risanamento potrebbe essere suddiviso in tre sotto-fasi[73]:

I. fase dell'emergenza: l'obiettivo è garantire la sopravvivenza dell'azienda attraverso la ricerca dei flussi di cassa minimi per soddisfare le attività non prorogabili; è necessario focalizzarsi su quelle attività che siano in grado di garantire questo obiettivo;

II. fase di stabilizzazione: si passa dalla logica finanziaria a quella economica, cercando di creare presupposti affinché l'azienda possa tornare alla redditività;

[73] D.B. Bibeault; *Corporate Turnaround: how managers turn losers into winners*; Beard Books; Washington; 1999.

III. fase di ritorno alla crescita: una volta recuperata la redditività, ci si occupa di sviluppare la propria quota di mercato e di attuare gli obiettivi strategici di medio-lungo termine.

Di fronte alle diverse fasi, caratterizzate da esigenze e necessità differenti, anche il piano può frazionarsi in un piano di emergenza, uno di stabilizzazione e uno di sviluppo. Nella seguente tabella si evidenziano i diversi contenuti dei piani durante i differenti stadi del *turnaround*:

Tabella 2.1: Diversità dei contenuti dei piani nelle varie fasi di *turnaround.*

	Fase dell'emergenza	**Fase di stabilizzazione**	**Fase di sviluppo**
Obiettivi	Sopravvivenza, ottenimento dell'equilibrio monetario.	Ritorno alla redditività. Riconquista della fiducia degli stakeholders.	Crescita e sviluppo della quota di mercato. Conferma degli obiettivi di medio-lungo termine.
Strategie	Liquidazione/disinvestimenti, alienazioni, riduzione dei costi non "core".	Disinvestimenti, valorizzazione dei prodotti, miglioramento delle condizioni operative, analisi di redditività (di prodotti e clienti) e valutazioni di convenienza economica.	Acquisizioni, sviluppo nuovi prodotti e/o aree strategiche di affari.

Durata	6-12 mesi	12-36 mesi	3-5 anni
Revisione e Controllo	Pianificazione finanziaria, report di cassa giornalieri e settimanali.	Controllo di gestione, analisi degli scostamenti, report mensili e trimestrali.	Controllo di gestione, analisi degli scostamenti, report trimestrali e semestrali, revisione del piano strategico.

Fonte: D.B. Bibeault; 1999.

2.3.4 Il riequilibrio ed il ritorno alla crescita

Col conseguimento, nei diversi stadi, degli obiettivi stabiliti nel piano industriale, il *turnaround* entra nella fase della stabilizzazione dapprima, e del rilancio poi, attraverso la creazione di nuovo valore.

Ritornare alla normalizzazione significa per l'impresa essere riuscita ad arginare, fino a bloccare, le perdite per recuperare la realizzazione di un livello accettabile di profitto. Non vi è dubbio che l'ottenimento di questo si fondi principalmente sulle premesse da cui si parte, ma è altrettanto vero che il successo non si consegue senza un piano efficace nonché la volontà di realizzarlo con impegno e dedizione.

Premesse ed impegno, sebbene caratteristiche fondamentali, non sono le uniche sufficienti per permettere all'impresa di uscire dalla situazione di crisi e stabilizzarsi in maniera definitiva.

Innanzi tutto, l'azienda deve valutare quali determinate aree d'affari vuole mantenere e quali vuole cedere: la scelta dipenderà da considerazioni di natura economica e finanziaria. Verranno mantenute pertanto quelle aree capaci di produrre risultati futuri o che costituiscono il *core business,* si cederanno invece quelle incapaci di generare reddito o quelle che, seppur interessanti, vengono giudicate non essenziali. Un elemento di elevata importanza rispetto a queste

liquidazioni riguarda il prezzo di cessione, il quale deve permettere di ottenere delle realizzazioni accettabili senza farsi eccessivamente trainare al ribasso dall'affanno di voler generare cassa, considerando comunque che l'obiettivo principe è proprio quello di ottenere liquidità.

Altro elemento di grande importanza riguarda l'attenzione massima da porre nelle operazione programmate al miglioramento dell'efficienza. Gestire questi interventi è sicuramente uno degli aspetti critici nella realizzazione del piano, in quanto si tratta di porre in essere innanzi tutto i tagli discussi, e in secondo luogo tutte quelli operazioni volte a raffinare la produttività. Sono necessarie una serie di azioni, dall'attenzione ai margini dei singoli prodotti in circolazione alla messa in moto di ricerche volte all'immissione sul mercato di novità. Ancora, molte aree aziendali come controllo di gestione, amministrazione e marketing, esigono la massima cura affinché si ottengano miglioramenti di efficacia ed efficienza. Spesso inoltre, proprio durante il processo di *turnaround* ci vuol ancor maggior delicatezza nel tenere in conto questi aspetti, essendo una fase caratterizzate da profondi mutamenti organizzativi a livello di cambiamenti di uomini e definizioni di responsabilità.

Infine il recupero di fiducia, all'interno e all'esterno dell'impresa in questione, è un elemento imprescindibile per riportare l'attività a livelli precedenti alla crisi.

Relativamente all'esterno, la credibilità risulta il primo elemento essenziale quando si vogliono recuperare i rapporti con tutti gli *stakeholder* ed ottenere condizioni "normali" di concessione dei crediti e non altamente penalizzanti.

Alla stessa maniera all'interno dell'azienda, la ripresa poco a poco dell'attività deve infondere tranquillità ed entusiasmo nel personale per seguire la via della rivalorizzazione.

Non solo il ritorno della fiducia, ma il cambiamento culturale può essere definito un fattore sicuramente critico in un processo di *turnaround*[74]. Infatti, in letteratura la cultura appare uno dei maggiori ostacoli al cambiamento: tuttavia, come diversi studiosi hanno notato, "*if major changes are to be effected, then cultures must be*

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

changed"[75]. Ecco perché si considera come anche il cambiamento della cultura è un processo decisivo per ottenere i risultati sperati.

Quando l'impresa torna finalmente a ricreare valore, il *turnaround* si conclude.

In un processo di ristrutturazione, le fasi che si susseguono sono dapprima il contenimento delle perdite per poi ottenerne l'arrestamento.

Fino a che un'impresa non ritorna a creare valore, non si può dire che questa sia in equilibrio: una gestione creativa e diretta allo sviluppo è la via necessaria per conseguire tale scopo.

In questa fase vi è un graduale abbandono di strategie destinate all'immediato, necessarie all'inizio del processo di ristrutturazione, per indirizzarsi verso scelte orientate al medio-lungo termine, dove vi sia uno sviluppo graduale e mirato alle aree che maggiormente possono garantire certi margini. In particolare la gradualità è volta a controllare che non si corra il rischio di tornare agli squilibri che hanno innescato il precedente stato.

Proprio l'orientamento al lungo termine e di conseguenza ad assumere determinanti iniziative finanziarie, da parte del management e degli azionisti di controllo, danno al mercato quei segnali che l'impresa sta concludendo la fase di emergenza per tornare ad una vita di normale ed equilibrato sviluppo.

2.4 L'investimento in situazioni di crisi

Dopo aver ampiamente illustrato nel primo capitolo quale sia l'attività svolta dagli operatori di private equity per focalizzarsi poi su specifiche situazioni d'imprese in declino, si vogliono qui coniugare i due aspetti per trattare un tema di nicchia del finanziamento del capitale di rischio.

Alcuni tra gli investitori istituzionali specializzandosi nel *turnaround financing* si sono approcciati ad un nuovo mercato, seppur sicuramente molto specifico: tale

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

frontiera del private equity trova le sue origini in America agli inizi degli anni Novanta.
Recentemente, sulla scia di questo paese, si stanno presentando nuove possibilità offerte da operatori nazionali specializzati nell'attività di *turnaround* e, cioè, nell'investimento in imprese in stato di tensione economico-finanziaria, se non di fallimento, con l'obiettivo di risanarle e rilanciarle sul mercato.
In particolare si può dire che un *turnaround fund* ha l'obiettivo:

- di acquistare, generalmente a prezzi molto bassi, società in condizioni di tensione economico-finanziaria in fase di declino (più o meno avanzato), ma potenzialmente ancora buone: che abbiano cioè alcune caratteristiche tali da permettere di intravederne un futuro;

- di ristrutturarle, per ridurre i costi operativi e rilanciare i ricavi, ottimizzando il livello di capitale investito;

- di estinguere o meglio ristrutturare il debito con banche e fornitori,

- di intervenire attivamente nella gestione operativa fino a farla fruttare.

In letteratura si usa distinguere le varie tipologie di investitori in aziende in crisi con riferimento al momento della crisi in cui subentrano. Si indicano con il nome di *later stage* o *turnaround investors* coloro che intervengono in operazioni di ristrutturazione di imprese mature, in stato di declino ma prima che la crisi sia ad uno stadio avanzato.
Diversamente, ai *vulture fund* o *bankruptcy investors* viene ricondotta l'attività di investimento in imprese in stato di dissesto o vicine a situazioni di bancarotta e liquidazione: in realtà modalità di intervento e obiettivi sono simili, e tale differenza è più formale che sostanziale.
Come si può intuire, ciò che accomuna i diversi casi è che si tratta sempre di situazioni di crisi nelle quali bisogna agire molto in fretta: l'operatore esterno mira

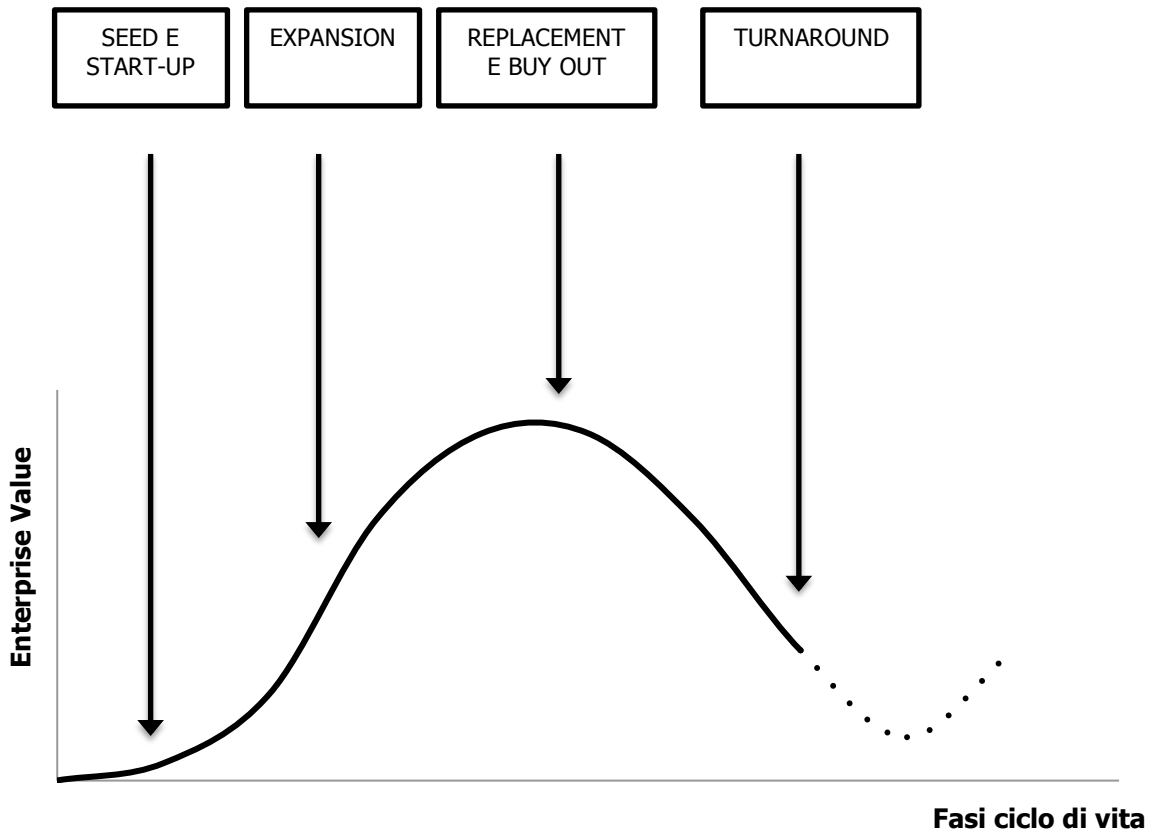
a ripristinare tutte le leve necessarie al cambiamento. E' per questo che simili interventi si rendono possibili solo ad investitori altamente specializzati.
Specialistiche infatti devono essere le conoscenze e le *skills* durante tutte le fasi dell'operazione: dallo *screening* e valutazione della società target fino alla negoziazione e poi gestione dell'investimento. Per di più, la particolarità del contesto d'azione e la complessità dei processi di cambiamento richiedono nell'affrontarli una certa esperienza.
Tuttavia ciò che differenzia gli investitori istituzionali in *special situation* rispetto agli altri operatori di private equity non è solo un *know-how* specifico nel settore, ma anche le modalità con la quale si affronta l'investimento, ovvero la scelta della società target, la gestione delle stessa e il rendimento atteso.
Nel proseguo si vuole mettere in luce queste insieme di caratteristiche per evidenziare come viene svolta l'attività di investimento nel capitale di rischio, per poi entrare nel merito dell'analisi di casi empirici.

2.4.1 Caratteristiche delle società target

Come qualunque altro investitore di private equity, anche coloro che investono in situazioni di crisi ricercano imprese operanti in settori interessanti e con un buon posizionamento, che si basi su elementi distintivi rilevanti: ad esempio il *brand,* la storia dell'azienda, la creatività nell'innovazione di prodotto, la superiorità del prodotto stesso o qualunque altra caratteristica che renda l'impresa attraente[76].
Può essere utile in questa sede rifarsi al tema con il quale è stata aperta la presente trattazione: il ciclo di vita delle imprese.
Rifacendosi a tale schema, è possibile inquadrare come le società target non siano quelle in fase né di avvio né di sviluppo o maturità (oggetto di operazioni di *buy-out* e *replacement*) ma quelle che si trovano in una fase successiva, di declino o crisi, che necessitano di una forte spinta al cambiamento.

[76] A. Gervasoni, F. Sattin; *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini e Associati; Milano; 2007.

Figura 2.2: Private equity e ciclo di vita dell'impresa.



Fonte: elaborazione propria.

Qualora la società target sia in una situazione di difficoltà finanziaria, ovvero pur presentando una buona redditività sia appesantita da un forte ed incoerente indebitamento, si parla tecnicamente di *financial distressed situations.*

Spesso in questi casi l'origine del problema sta in operazioni LBO piuttosto che progetti di investimento mal finanziati con debito bancario, investimenti che anche non pregiudicando eccessivamente la redditività aziendale pesano in termini di insufficiente *cash flow* necessario al rimborso del debito.

Diversamente le società oggetto di operazioni di *turnaround* propriamente detto sono quelle che non presentano uno stato economico soddisfacente in quanto stanno attraversando un calo reddituale, seppur temporaneo.

La temporaneità è un elemento imprescindibile al momento di analizzare la fattibilità di un progetto: è fondamentale poter determinare se il calo della

redditività sia ascrivibile ad elementi transitori e circoscritti o se sia il primo sintomo di una crisi più profonda dovuta ad elementi esterni e più difficilmente controllabili dal management. Ad esempio si possono citare casi come la nascita nel marcato di prodotti sostitutivi o l'emergere di nuovi concorrenti.

L'incapacità di distinguere le due situazioni sopra descritte può risultare assai pericolosa per la buona riuscita del progetto: spesso vi sono *bad situation* non rimediabili, processi di declino irreversibili che possono portare non solo alla dissoluzione dell'azienda, ma addirittura di un settore piuttosto che un'area geografica. Qualora l'investimento si orientasse in questa direzione, va da sé che la probabilità di successo si ridurrebbe drasticamente.

In occasioni simili, anche un soggetto esperto per quanto capace troverebbe estreme difficoltà di soluzione, poiché spesso vi sono momenti nel quale l'intero mondo industriale assiste a cambiamenti propri di una "selezione naturale darwiniana" nella quale il mercato elimina spietatamente settori, o appunto aree, che hanno perso i propri vantaggi competitivi. Rispetto ad un tempo oggi tale fenomeno ha una maggior velocità di diffusione, visto come la globalizzazione ha avvicinato i *player* mondiali.

Nel selezionare le società target di operazioni di *turnaround* si prediligono quelle in cui il rilancio non si fondi esclusivamente su una ripresa del fatturato. Essendo infatti questa una risposta che dà il mercato in maniera difficilmente prevedibile, si preferisce ristrutturare aziende che presentino necessità di interventi in termini di riorganizzazione prodotti, controllo dei costi e miglioramento della rete distributiva o del processo produttivo[77]. Tali situazioni si considerano meno rischiose in quanto l'abilità dell'investitore può essere la soluzione determinante.

Infine nei casi in cui vi sia un investimento dove la target si trova in contesti molto complessi, si parla di *special situations* in senso stretto.

Ciò che differenzia gli investitori in situazioni di crisi rispetto ai tradizionali operatori di private equity, è che mentre i secondi considerano il prezzo di acquisto accattivante in quanto sottostima della reale potenzialità di crescita

[77] M. Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

dell'impresa, i primi puntano ad investire laddove la loro percezione del rischio è minore a quella che il mercato sconta nel prezzo.
In altre termini, considerando il valore d'impresa come P = E/r-g dove E indica il risultato economico, g il tasso di crescita e r il tasso di attualizzazione che tiene conto del rischio, si può dire che mentre i tradizionali operatori di private equity si concentrano sulla variabile g, gli investitori in *distressed company* stimano minore il valore che invece viene attribuito a r, considerando quindi a buon mercato il prezzo di cessione.
La corretta valutazione di tale fattore permette pertanto di acquisire società a valutazioni depresse, dove poi la successiva vendita in un contesto meno problematico permette di guadagnare un certo differenziale.

2.4.2 Individuazione, *due diligence* e valutazione

Nell'attività di *screening* è importante focalizzarsi prevalentemente su quelle opportunità in cui si intravede un "venditore motivato".
Come emerso nel corso della trattazione, è piuttosto comune che la proprietà, soprattutto quando si parla di una famiglia, non sia facilmente preparata ad aprire il capitale a terzi. Non è raro assistere a situazioni in cui solo quando la crisi ormai si è palesata nei suoi effetti più visibili, vi è effettivamente la percezione che l'unica via d'uscita per l'imprenditore sia permettere a soggetti esterni di partecipare alla società.
Per l'investitore quindi è utile prendere contatto con la proprietà e il management non solo nel momento in cui l'imprenditore, pronto ad affrontare un drastico cambiamento, è pronto ad aprire il capitale sociale. Risulta invece vincente per chi vuole intervenire in simili operazioni, essere presente al fianco dell'impresa da prima della fase finale della crisi, momento in cui, essendo già a contatto con la realtà aziendale, sarà più facile formalizzare un'offerta, forti del rapporto che si è costruito nei tempi precedenti.
È quindi importante avvicinarsi e studiare la target confrontandosi con imprenditore e management, stando attenti però a non avanzare offerte troppo

prematuramente quando l'imprenditore non è ancora pronto ad affrontare un forte rinnovamento.

Quando questo avrà consolidato l'idea, avrà l'urgenza di individuare un interlocutore che prenda in carico il problema: a differenza del private equity tradizionale, in questo caso il cambio di proprietà e il relativo processo non vengono programmati mesi o anni prima, ma si svolgono con immediatezza al momento necessario, possibilmente nel minore possibile: infatti in simili contesti l'azienda perde valore di giorno in giorno.

Sebbene si lavori con tempistiche assai serrate, è sempre indispensabili effettuare un'approfondita *due diligence* contabile e legale.

In situazioni di aziende in crisi, questo processo è spesso difficile e fuorviante, poiché come già descritto è facile assistere a manipolazioni contabili che rendano il bilancio uno strumento poco attendibile: la *due diligence* contabile è quell'insieme di attività necessarie per ricostruire i "veri" numeri dell'azienda. Alla stessa maniera, anche sotto un punto di vista legale va ricercato che non si presentino possibili effetti di passività latenti, assicurandosi che non ce ne siano o facendosele scontare sul prezzo d'acquisto.

Relativamente alla fase di valutazione, pur essendo i metodi in larga parte quelli utilizzati per le altre operazioni di *M&A*, vi sono alcune peculiarità che meritano di essere considerate.

Nelle operazioni di *turnaround*, ciò che viene acquistato non è solo un flusso di redditi attesi, tipico di una società con una storia di costanti risultati reddituali e flussi di cassa, bensì un insieme di *asset,* tangibili e immateriali, che la precedente gestione non è stata capace di tradurre in risultati soddisfacenti.

Ecco pertanto che va eseguita una vera e propria *asset valuation* che, rappresentando il valore di liquidazione di mercato, rappresenta l'ammontare minimo dalla quale può iniziare la trattativa

Oltre ai valori dei singoli cespiti va tenuto in conto anche la presenza di un avviamento, qualora i risultati sebbene non soddisfacenti siano pur sempre positivi o di un *badwill* nel caso l'acquisto comporti l'assunzione di vincoli svantaggiosi contratti per lunga durata.

Da un punto di vista tecnico, due sono le modalità con le quali si usa valutare l'azienda[78]:

- il metodo che fa riferimento a valutazioni comparative di altre aziende, avendo perciò attenzione ad aziende od operazioni simili;
- il metodo del DCF (*Discounted Cash Flow*).

Relativamente al primo metodo, la valutazione si realizza in tre *step*:

- vanno identificate nei mercati quotati aziende in *turnaround* che risultino il più possibile simili alla target oggetto di valutazione;
- va rilevato come tali aziende siano valutate dal mercato di riferimento (i cosiddetti *trading multiples*);
- vanno applicati gli stessi multipli valutativi all'azienda in questione.

In occasioni in cui le aziende non siano presenti in mercati regolamentati, nel determinare il multiplo non sarà il valore di quotazione ma il prezzo pagato per l'operazione di *M&A*.
Per quanto riguarda il metodo del *DCF*, rispetto alle situazioni "classiche" si vuole precisare quali siano i flussi futuri di cassa stimati. Infatti, questi vengono distinti in due categorie:

- i flussi attesi per un certo periodo di anni corrispondente allo sviluppo del piano di *turnaround;*
- i flussi invece che si attendono per il periodo che va dalla fine del piano industriale all'infinito.

Va chiarito che i due modelli non sono alternativi, ma per quanto possibile vanno usati entrambi con lo scopo di pervenire ad un *range* di valori che costituiscano un campo valutativo più utile ai fini negoziali che all'elaborazione di un valore secco.

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

Inoltre va tenuto conto che il valore di liquidazione che si determina è quello consigliabile con il quale approcciare ogni negoziazione[79].

Rimanere prossimi al *liquidation value* significa godere di un margine di sicurezza ed avere la possibilità di commettere qualche errore nel corso della ristrutturazione senza che questo pregiudichi eccessivamente il risultato positivo dell'investimento.

Ancora, l'acquisto al prezzo di liquidazione permette di limitare le perdite qualora il *turnaround* non abbia l'effetto sperato e ci si ritrovi a dover abbandonare tale tentativo. Infatti, nel caso la ristrutturazione non consegua i risultati positivi previsti, è molto probabile riuscire a recuperare buona parte del *liquidation value*: in questo caso la perdita del capitale investito sarebbe limitata al differenziale tra il prezzo d'acquisto ed il valore al quale si liquida l'attività, maggiorata delle ulteriori perdite accumulate durante l'*holding period*.

2.4.3 Tecniche e gestione dell'investimento

Le tecniche di investimento utilizzate dagli operatori specializzati dipendono in buona misura dalla situazione di crisi che presenta la società target e dal momento nel quale avviene l'investimento. Spesso la tempestività di intervento non dipende prettamente dall'investitore ma dal processo di maturazione dello stato di crisi da parte dell'imprenditore.

Come è facile capire, prima questo si manifesta e più facile sarà per l'investitore l'intervento: agli albori della crisi, quando le performance aziendali sono in una prima fase di declino, esso sarà rivolto a ricapitalizzare la società attraverso un aumento di capitale, tuttavia è necessario che l'equity presenti ancora un valore positivo, o al massimo nullo.

Qualora la crisi porti ad una diminuzione del valore dell'equity sino a renderlo negativo, affinché l'investitore possa investire in azienda i propri capitali, è necessaria una riduzione dell'indebitamento finanziario attraverso un processo di ristrutturazione.

[79] M. Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

Tali investimenti possono essere condotti in svariate forme secondo diverse modalità, tutte comunque finalizzate a ridurre il debito finanziario col fine di riportare in territorio positivo il valore dell'equity e permetterne la ricapitalizzazione.

Di particolare crescente interesse sono le operazioni di *turnaround* che avvengono all'interno delle procedure concorsuali. In particolar modo, tra le più efficaci per l'intervento di un investitore terzo è la procedura di concordato preventivo *ex* artt. 160 ss. della legge fallimentare.

Fondamentale in questo senso è stata la riforma organica della legge fallimentare, con l'approvazione del decreto n. 9 del 2005, che attua i principi della legge 14 maggio 2005 n. 80, la quale ha introdotto alcune disposizioni che sembrano superare gli anacronismi della vecchia legge[80], avendo quale principale finalità il recupero di economicità delle imprese in situazioni di crisi[81].

Detta legge è quella che più si avvicina al *Chapter 11* del *Bankruptcy Reform Ac*t del 1978, che contiene il fondamento degli interventi di *turnaround* e *vulture capital* negli Stati Uniti. Esso si basa sull'istituto della *reorganization,* grazie alla quale il debitore ha il vantaggio della sospensione delle azioni esecutive, della cancellazione di alcuni debiti e soprattutto di presentare egli stesso un piano di ristrutturazione. Tale meccanismo ha permesso uno stretto collegamento tra la proprietà di titoli rappresentativi del capitale di rischio e la possibilità di intervento e quindi di creazione del valore, obiettivo principale degli investitori professionali in aziende in crisi[82].

Pertanto rifacendosi a questa logica, il concordato preventivo prevede che venga presentata una proposta di soddisfazione dei debiti attraverso, tra l'altro, la cessione dei beni aziendali.

La proposta, qualora venga accettata dalla maggioranza, diventa vincolante per tutti i creditori, e tala procedura suole esaurirsi, nella prassi, nell'arco di sei mesi.

---

[80] Ci si riferisce a quella risalente al 1942.

[81] A. Gervasoni, A. Bechi; *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici*; Il mulino; Bologna; 2007.

[82] D. G. Cardascia; *Crisi d'impresa e interventi di turnaround*; dossier Amministrazione e finanza di SanPaolo Imprese; 2005.

In questo periodo temporale, tendenzialmente la maniera di agire da parte di colui che è interessato ad investire in simili imprese è la seguente.

Attraverso la formazione di una *newco*, l'investitore sottoscrive un contratto preliminare finalizzato all'acquisto degli *asset* aziendali. Essendo tuttavia il concordato in corso di svolgimento e dovendo essere approvato da tutti i creditori e quindi omologato dal tribunale, l'acquirente attraverso un preliminare tutela la sua posizione: tale condizione sospensiva evita che in mancato accoglimento della proposta l'investitore si accolli una situazione a suo svantaggio.

Durante i mesi che intercorrono tra proposta ed accettazione, gli operatori usano utilizzare lo strumento dell'affitto del ramo d'azienda, che permette di garantire la continuità aziendale ed avviare le operazioni di ristrutturazione.

Qualora la trattativa non vada a buon fine, l'investitore, sebbene abbia investito tempo e sostenuto costi di transazione, non perde tuttavia quanto pattuito nel preliminare esercitando pertanto il diritto previsto da tale tipologia di contratto.

Attraverso questa modalità d'acquisto, diversi sono i vantaggi per l'investitore[83]:

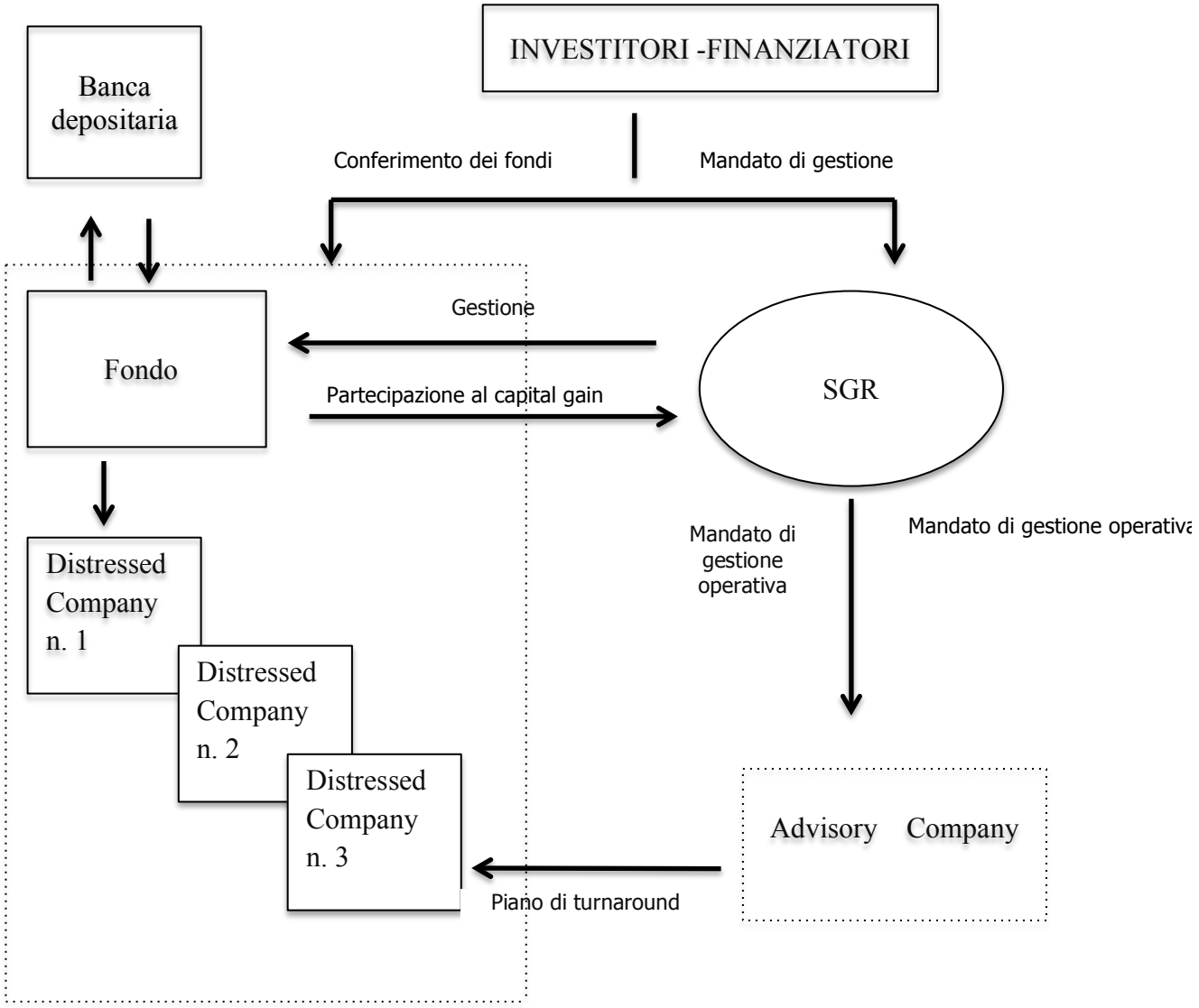
- poter acquistare solo gli *asset* ai quali si è interessati lasciando alla procedura la cessione di quelli che non si considerano strategici;
- poter disinteressarsi di passività esistenti e latenti nella target in quanto al momento dell'acquisto ci si accolla solo quelle esplicitamente individuate;
- poter evitare difficili e complicate valutazione di magazzino e crediti, in quanto il primo viene solitamente acquistato a consumo eliminando rischi di insussistenza ed obsolescenza mentre i secondi è prassi non acquistarli e lasciare che li incassino gli organi preposti alla procedura;
- in caso di esuberi, poter negoziare sin dal principio la riduzione del personale.

[83] M. Carlotti; *Tecniche di private equity*; Egea Edizioni; Milano; 2012.

Superate le difficoltà legislative la sfida che si apre agli operatori che intendono promuovere un'iniziativa simile è nei confronti degli investitori, intesi come coloro che rappresentano le fonti di raccolta delle risorse.
Tali soggetti dovranno essere convinti ad allocare capitali a favore di nuove iniziative focalizzate sugli interventi finora descritti.
Lo strumento che meglio si presta per simili operazioni è il fondo di investimento mobiliare chiuso.
Richiamando rapidamente ciò che si è descritto nel capitolo primo, questo prevede la presenza di tre elementi:

- un veicolo, il fondo nei quali confluiscono i capitali da investire;
- la banca depositaria, che svolge funzioni di controllo;
- la società di gestione del fondo.

Figura 2.3: Struttura di un fondo di *turnaround*.



Fonte: *dossier Amministrazione e finanza di SanPaolo Imprese.*

Come logico in simili casi l'*advisor* non solo detiene competenze tecnico manageriali e finanziarie, ma fondamentalmente uno specifico *know-how* per intervenire in situazioni straordinarie: proprio per tale straordinarietà, esso è solitamente molto presente e attivo all'interno della target e a stretto contatto con i manager.

L'approccio è pertanto fortemente *hands on*: nel processo di ristrutturazione l'investitore apporta la sua capacità d'individuare i problemi principali e la conseguente abilità nel tentare di semplificare complesse situazioni al fine di concentrarsi sul cambiamento di poche leve considerate strategiche. Oltre a ciò il suo intervento garantisce una miglior esperienza negoziale, utilissima nelle trattative coi creditori.

A differenza di altri operatori di private equity, chi agisce in questo settore tende sempre ad entrare in società come socio maggioritario, per poter esercitare con certezza fin da subito il potere di prendere decisioni drastiche ma necessarie in momenti molto critici.

Indubbiamente, il ruolo di simili soggetti richiede una decisa presa di responsabilità, essendo chiamati a risollevare situazioni spesso compromesse.

Ma proprio per la nicchia nel quale operano, lo sviluppo di operatori professionali dedicati ad investire in situazioni di crisi è fortemente apprezzato nel mondo industriale, istituzionale, bancario e professionale in quanto rappresentano un'ottima soluzione alla cessazione e liquidazione di società in crisi, ed alla conseguente dispersione del loro valore economico e sociale.

L'intervento di fondi specializzati permette infatti il salvataggio non solo semplicemente di aziende in difficoltà, ma anche di *brand*, nomi e storie aziendali che altrimenti andrebbero purtroppo dissipati. Inoltre, non va dimenticato che simili azioni dovrebbero permettere la salvaguardia, almeno parziale, dei livelli occupazionali ed il mantenimento dei flussi reddituali generati dall'intero indotto.

Nel prossimo capitolo ci si focalizzerà sulle operazioni che tali investitori hanno svolto in Italia negli ultimi anni, per dare un supporto empirico alle considerazioni finora svolte.

CAPITOLO TERZO

IL RUOLO DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY NELLE OPERAZIONI DI *TURNAROUND*

Nel presente capitolo, a completamento dei temi trattati nelle pagine precedenti, si riporteranno i risultati di una ricerca empirica svolta su un campione di imprese nel mercato italiano, finalizzata ad indagare in che maniera impattino su di esse gli operatori specializzati in ristrutturazioni aziendali.
Dopo aver approfondito le tematiche relative alle operazioni di private equity *(Cap.1)* individuandone la particolare tipologia del *turnaround (Cap.2)*, si è voluto affiancare alla ricerca teorica un'indagine pratica per cercare di verificare, con l'elaborazione dati, se quanto sostenuto nel corso della trattazione trovi riscontro nelle imprese analizzate.
Pertanto, a seguito della definizione degli obiettivi di ricerca e della descrizione del campione utilizzato, si esporranno le metodologie di analisi seguite presentandone poi i risultati.

3.1 Presentazione dell'analisi: caratteristiche generali

L'attività di private equity non si può negare abbia assunto, nel corso degli anni, una certa rilevanza all'interno del mercato italiano: rispetto ad alcune decine di anni fa oggi sono stati raggiunti dei livelli di sviluppo propri di contesti finanziari più evoluti, tanto in termini qualitativi, quanto sotto un profilo prettamente quantitativo.
Naturalmente essendo un mercato relativamente giovane, la raccolta di capitali difficilmente può essere paragonata ad altre grandi realtà come quella

statunitense o quella inglese; tuttavia anche nel nostro territorio, dopo il calo coinciso con l'inizio della crisi finanziaria nel 2008, la frenata della raccolta non è stata eccessiva, considerando come in generale si sia assistito ad un crollo degli investimenti.

Sebbene l'investimento nel capitale di rischio sia un aspetto di cui sempre più si sente parlare, e sebbene la letteratura presenti diverse trattazioni in merito al tema, tuttavia minori sono gli studi empirici ai quali si può fare riferimento.

Infatti relativamente al private equity come attività aggregata, nella quale si vanno a considerare tutte le operazioni poste in essere dagli investitori senza discriminare le diverse tipologie per obiettivo, le indagini svolte sono principalmente dirette a riportare statistiche in merito a tendenze e dimensioni del mercato. Inoltre queste sono realizzate prevalentemente da operatori privati piuttosto che società di consulenza, che in relazione ai propri obiettivi focalizzano la propria analisi intorno ad alcuni risultati di sintesi, finalizzati a valutare come influiscano i *deal* su pochi indicatori generali di performance.

Infatti, le ricerche realizzate dal PEM, AIFI[84], Deloitte[85], Banca d'Italia[86], KPMG[87] e Pricewaterhousecooper[88], concentrano prevalentemente la propria analisi intorno ai seguenti indicatori:

- variazione del fatturato;
- variazione dell' EBITDA;
- variazione del numero di dipendenti.

In particolar modo le stesse mirano a fornire un'analisi generale dell'attività di private equity nel suo complesso, non andando ad approfondire specificatamente

[84] *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2012*; AIFI; marzo 2013.
85 *Italy Private Equity Confidence Survey*; Deloitte Fiancial Advisory; 2013.
[86] *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper), Il private equity in Italia*; Banca d'Italia; febbario 2009.
[87] *Under a cloudy sky!;* Italian Private equity and Venture Capital market: 2012 performances; KPMG Advisory; 2012.
[88] *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*; PwC, marzo 2013.

le diverse operazione di investimento, quali quelle di *early stage, buyout, replacement* o *turnaround*.

Risulta più difficile trovare studi che si focalizzino specificatamente su come i fondi intervengano nelle imprese in stato di difficoltà: per tale motivo si è pensato di inquadrare il presente lavoro in un'ottica particolare per cercare di investigare in maniera approfondita una specifica attività all'interno del private equity ,ovvero le operazioni di *turnaround.*

Rispetto ad un tempo, la difficile situazione contingente ha da un lato portato gli investitori a considerare nuove opportunità di investimento, dall'altro le imprese a concepire l'intervento di soggetti terzi in maniera nuova, dove l'ingresso di nuovi soci non fosse visto come spesso si vuole credere esclusivamente come mera speculazione a favore dei detentori delle quote del fondo, ma come intervento strutturato nel medio-lungo termine capace di risollevare l'azienda.

Quindi non più solo operazioni finalizzate al "traghettamento" verso la quotazione, ma anche operazioni di "salvataggio": data la recente rilevanza del fenomeno soltanto negli ultimissimi anni si è iniziato a contraddistinguere in maniera chiara tali *deal* rispetto a quelli definiti di *buyout* e *replacemant*.

In realtà già dall'anno 2001 il Private Equity Monitor (PEM), il primo osservatorio attivo in Italia sul mercato del private equity, svolge una costante e preziosissima attività di monitoraggio permanente degli investimenti sul capitale di rischio realizzati nel territorio italiano: permette dunque ad analisti, operatori e studiosi di ottenere informazioni utili per lo svolgimento della loro attività.

In tal maniera, il PEM non solo si pone l'obiettivo di costruire un punto di riferimento nazionale ed internazionale per l'approfondimento e la discussione di tematiche inerenti al capitale di rischio, ma anche di contribuire al raggiungimento di un livello di trasparenza sempre maggiore.

Considerando l'importanza del *turnaround* come segmento rilevante all'interno del mercato del private equity, dall'anno 2010 il Private Equity Monitor ha dato vita al Turnaround Monitor, un osservatorio particolare che approfondisse la mappatura di operazioni di investimento finalizzate alle ristrutturazioni aziendali.

Lo stesso svolge un ruolo utilissimo nell'individuare quali siano gli investimenti che si possono fare rientrare nella categoria in questa sede analizzata. Tuttavia, a parere di chi scrive, solo marginalmente cerca di valutare l'efficacia degli interventi, in quanto non rientra tra gli obiettivi dell'osservatorio quello di esaminare, ma piuttosto si sofferma sull'osservare, censire e descrivere l'insieme di operazioni.

A tal proposito è nata quindi l'idea di realizzare un'analisi empirica sugli investimenti effettuati in Italia col fine di valutare se l'ingresso dei fondi di *turnaround* nel capitale sociale di imprese *distressed* sia realmente un elemento a supporto delle stesse.

Ciò che si è ritenuto fondamentale alla luce di quanto espresso nel corso dell'intera trattazione, è che l'analisi non si limitasse esclusivamente a verificare l'impatto dell'investimento sui canonici indicatori di performance precedentemente citati, ma che scavasse più in profondità rispetto alle *survey* generali esistenti e alle recensioni pubblicate dal Turnaround Monitor.

Ritenendo la sola osservazione di tali valori non abbastanza significativa visto il breve periodo di analisi e considerando come sui rendimenti senza dubbio incida la attuale situazione di stagnazione economica, si è voluto sondare quali fossero gli aspetti maggiormente incisivi nelle operazioni di *turnaround*.

In particolar modo, ciò che si è ritenuto potesse essere interessante analizzare è studiare in che modo intervengano i fondi all'interno di imprese in difficoltà.

Pertanto, ci si è voluti soffermare sulla valutazione di due principali determinanti considerate dalla letteratura spesso la causa rimediabile degli stati di crisi: le politiche finanziarie errate e l'inadeguata gestione del capitale circolante.

La ricerca, in altri termini, non solo si pone l'obiettivo di indagare se le operazioni beneficino le imprese target in termini di miglioramenti di performance, ma soprattutto vuole approfondire in che maniera i fondi impattino su due specifiche aree inerenti la situazione finanziaria d'impresa, ossia la gestione del capitale circolante e delle passività aziendali, per evidenziare quale sia il peso di tali aspetti in un processo di ristrutturazione finanziaria.

Il presente lavoro, si precisa, non vuole avere la presunzione di giudicare l'attività di soggetti altamente specializzati, quanto piuttosto investigare quali aree siano quelle prettamente interessate dai loro interventi, cercando di intravedere di conseguenza quale sia il beneficio apportato.
Non trovando traccia di simili ricerche in letteratura, chi scrive ha considerato tale contributo utile ed interessante ai fini di meglio comprendere l'attività di questa particolare categoria di investitori.

Riepilogando quanto fino ad ora esposto, le *research questions* che hanno guidato la ricerca possono essere così riepilogate:

- Le operazioni di *turnaround* poste in essere dagli operatori di private equity influenzano le performance economico-finanziarie e reddituali delle imprese?

- Il valore apportato dai nuovi investitori si riflette in una positiva variazione delle politiche finanziarie?

- L'ingresso di operatori specializzati migliora l'utilizzo delle risorse aziendali nella gestione del capitale circolante?

Per rispondere a tali domande, al fine di analizzare i diversi aspetti considerati sono stati utilizzati precisi indici di bilancio come variabili esplicative: tale tecnica, sebbene talvolta criticata come non consona a permettere analisi esaustive rispetto allo stato di salute delle società, rimane tuttavia l'unica strada percorribile per chi è esterno all'azienda, e dispone solo di dati economico-finanziari per effettuare una valutazione.
Per quanto riguarda il recupero dei dati utilizzati, diversi sono stati i canali ai quali si è fatto ricorso.

Principalmente ci si è basati sui dati di bilanci delle diverse società che sono stati recuperati attraverso il database AIDA[89] pubblicato da Bureau Van Dijk Electronic Publishing.
Come meglio in seguito si specificherà, purtroppo non si è potuto risalire all'insieme di tutti i dati a cui si voleva inizialmente fare riferimento.
E' opportuno chiarire come la ricerca sia stata ardua e complessa, essendo le società target non quotate e di conseguenza non caratterizzate da un'ampia e trasparente disponibilità di informazioni.
Pertanto, per integrare al meglio l'analisi, sono state utilizzate l'insieme di tutte le ulteriori informazioni pubbliche reperibili attraverso riviste specializzate, archivi di giornali, siti internet, pubblicazioni di settore ed ulteriori banche dati[90].

3.2 Il campione di riferimento

3.2.1 Descrizione del campione selezionato

L'insieme di imprese considerate per lo svolgimento dell'indagine empirica sono tutte quelle oggetto di un processo di ristrutturazione da parte degli operatori di private equity nel mercato italiano, prendendo in esame come periodo di riferimento gli anni dal 2004 al 2011.
Si precisa che la necessità di concentrare l'analisi in tale arco temporale è dovuta al fatto che la fonte di riferimento utilizzata, ovvero il già citato Private Equity Monitor, soltanto dall'anno 2004 ha iniziato ad individuare separatamente le operazioni di *turnaround*: negli anni precedenti le stesse venivano aggregate a quelle di *replacement*.
Di conseguenza, non vi è stata possibilità di discriminare gli investimenti oggetto di ricerca nel periodo pre-2004: ciò avrebbe senza dubbio integrato numericamente la dimensione del campione, ma l'assenza di informazioni al riguardo ha reso impossibile la presa in esame di tali anni.

[89] Il presente acronimo sta per Analisi Informatizzata Delle Aziende.
[90] Anche se in misura inferiore rispetto ad *AIDA*, per incrementare la quantità di dati sulla quale lavorare, sono state.utilizzati anche altre due banche dati, *Orbis* e *Zephyr*, sempre pubblicate da *Bureau Van Dijk.*

Il numero quindi di *deal* individuati, basandosi sul numero di operazioni censite dal Turnaround Monitor, è stato di quarantaquattro: come si può notare, si conferma quanto detto in conclusione della prima parte dell'elaborato, dove si evidenziava come tale categoria di investimenti siano in bassa percentuale rispetto alle altre attività di private equity.

Tuttavia non tutte sono potute entrare nel campione oggetto di analisi: come descritto in apertura del capitolo, un aspetto che caratterizza questo tipo di indagini è la scarsa presenza di dati pubblicati, in quanto si tratta sempre di imprese non quotate su mercati regolamentati.

Non c'è stato modo, ad esempio, di pervenire ad informazioni riguardanti le date di *exit* dei fondi, qualora queste siano avvenute: di conseguenza l'obiettivo di ricerca non è stato quello di confrontare la situazione pre-ingresso e post-uscita per vedere gli effetti che l'operatore aveva apportato durante l'*holding period*, quanto piuttosto verificare l'impatto che il fondo ha avuto sui risultati aziendali sin dal primo anno della sua presenza.

Perciò le imprese target selezionate per la creazione del database sono state scelte in base ai criteri di seguito esposti:

- disponibilità di almeno un bilancio antecedente all'anno di ingresso del fondo nella società target[91];

- disponibilità di almeno un bilancio posteriore all'anno di ingresso del fondo nella società target[92];

- esclusione di quelle aziende che non presentavano bilanci continuativi, ossia che fossero caratterizzate dall'assenza di dati di bilanci relativi solamente ad alcuni esercizi;

[91] Si specifica che quasi tutte le imprese considerate, tranne una, presentano più di un bilancio antecedente la data del deal. Tuttavia, per non ridurre ancor più la dimensione del già esiguo campione, è stata considerata anche tale azienda sebbene presentasse un solo bilancio pre-ingresso.

[92] Alla stessa maniera, vi è un solo caso nel quale non vi sono almeno due bilanci post-ingresso. Infatti, per l'unica operazioni relativa all'anno 2011 come bilancio successivo si ha a disposizione solamente quello del 2012.

- si precisa infine che in un caso è stata considerata un'azienda che è stata oggetto di *secondary-buy out*, ovvero nella quale il disinvestimento dell'investitore istituzionale è stato fatto a favore di un altro investitore istituzionale.

Alla luce dei criteri sopraesposti, il campione analizzato è risultato composto da sedici aziende.

In particolare, si specifica che per dieci delle quarantaquattro aziende in questione non è stato possibile recuperare il bilancio, una è stata esclusa in quanto oggetto di *write-off* mentre le restanti diciassette target rientrano in quell'insieme di società che si sono dovute scartare a causa dell'assenza di alcuni bilanci di esercizio nell'orizzonte temporale analizzato che quindi non avrebbero reso omogenea l'analisi.

Nella tabella a seguire si espone l'elenco delle società considerate, dettagliando oltre alle imprese target anche il settore, la quota acquisita, l'anno, l'investitore istituzionale che ha realizzato l'investimento e l'area geografica di riferimento.

Tabella 3.1. Operazioni di *turnaround* prese in analisi: periodo 2004-2011.

TARGET COMPANY	**SETTORE**	**QUOTA**	**ANNO**	**LEAD INVESTORS/ ADVISOR**	**AREA GEOGRAFICA**
Jal	Beni di consumo	100%	2005	Goldman Sachs Capital Partner	Piemonte
Di Zio Cos. Meccaniche	Beni per l'industria	47%	2005	IGI SGR	Abruzzo
Cerrutti	Beni di consumo	100%	2006	MatlinPatterson	Piemonte
Comital-Saiag	Beni per l'industria	68%	2006	Management & Capitali	Piemonte
Conbipel	Beni di consumo	100%	2007	Oaktree Capital Management	Piemonte

Sutor Mantellassi	Beni di consumo	80%	2007	Camelot	Toscana
Bruno Magli	Beni di consumo	100%	2007	Fortelus Capital	Emilia Romagna
D Lazzaroni & C.	Food&Beverage	90%	2008	Ferax Merchant	Lombardia
Safilo	Beni di consumo	51%	2009	Hal Investments	Veneto
Manucor	Beni per l'industria		2009	Intesa Sanpaolo	Lombardia
Desa	Beni per l'industria	100%	2009	Atlantis Capital Special Situations	Veneto
Atitech	Trasporti	75%	2009	Meridie Investimenti	Campania
ME Making Energy	Clean-tech	100%	2009	Atlantis Capital Special Situations	Piemonte
Cargo Italia	Trasporti	33%	2009	Intesa Sanpaolo	Lombardia
Cantiere del Pardo	Costruzioni	70%	2010	Oaktree Capital Management	Emilia Romagna
Jal	Beni di consumo	90%	2010	Progressio SGR	Piemonte
Pantex International	Beni per l'industria	50%	2011	Vision Capital	Abruzzo

Fonte: elaborazione propria su dati Turnaround Monitor.

3.2.2 Il mercato del *turnaround* in Italia

In questo paragrafo si vuole dare una descrizione del contesto nel quale si sono svolte le operazioni di *turnaround* mappate in Italia nell'arco temporale di

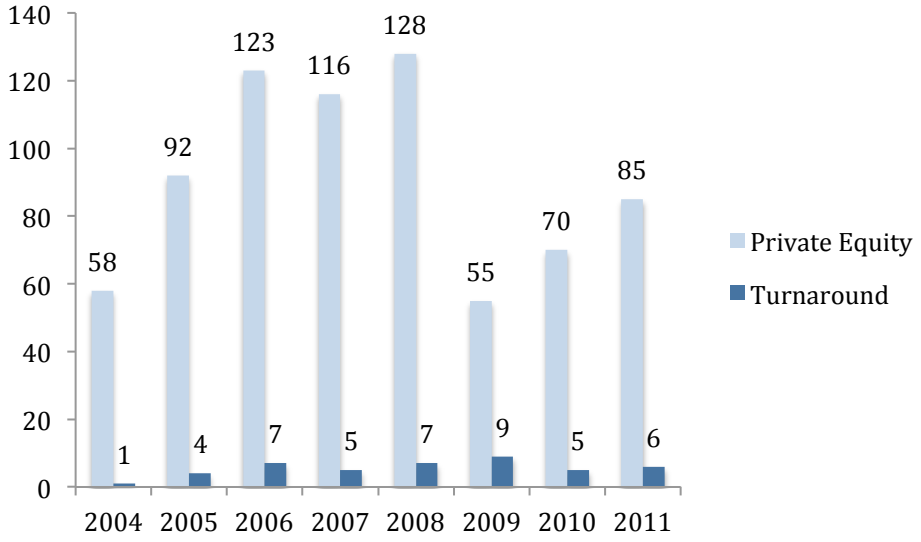
riferimento, per permettere di inquadrare il presente lavoro in relazione alle caratteristiche del mercato e dell'insieme di società target da cui è stato estratto il campione utilizzato.

Rispetto al totale degli interventi effettuati dagli investitori nel periodo compreso tra il 2004 ed il 2011, l'ultimo anno presenta un numero di operazioni di *turnaround* pari a 6, che in termini percentuali equivale al 7% di quelle poste in essere dall'intero comparto dell'investimento in capitale di rischio.

Tale percentuale risulta in linea con la media delle operazioni avvenute nel lasso di tempo considerato: gli scostamenti più significativi si rilevano nell'anno 2004, anno in cui le ristrutturazioni hanno rappresentato meno del 2% del mercato del private equity, e nel 2009, dove invece si registra un valore pari al 16%.

Tuttavia è da sottolineare come, sebbene vi sia stata una contrazione degli investimenti considerando l'attività di private equity a livello aggregato, il numero di operazioni di *turnaround* sia rimasto pressoché invariato, evidenziando una certa continuità del fenomeno.

Figura 3.1. Incidenza del *turnaround* sul totale del mercato del PE in Italia.



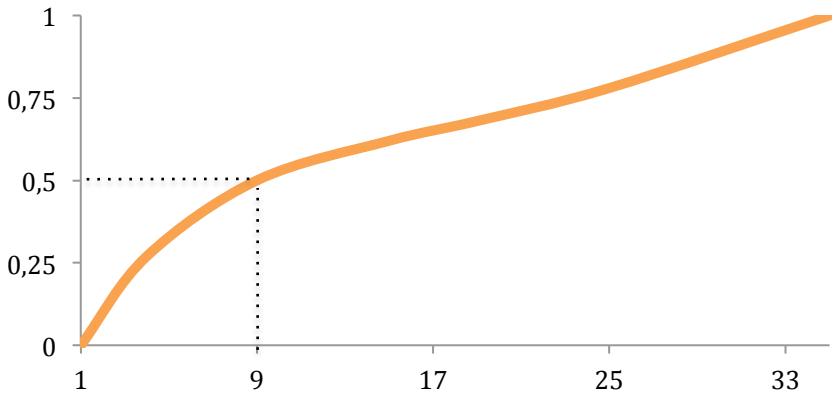
Fonte: dati AIFI.

Considerando l'insieme degli interventi realizzati nel corso dei sette anni presi in analisi, si può individuare un valore medio indicativo di 5,5 investimenti annui, a differenza dei circa 86 *deal* che, sempre annualmente, sono stati effettuati mediamente nel medesimo periodo dagli operatori di private equity in termini aggregati.

Per ciò che riguarda gli investitori, si riscontra un numero pari a 35 operatori attivi per un totale di 50 investimenti totali[93]: ciò significa che ognuno ha concluso in media 1,4 operazioni, evidenziando un certo livello di concentrazione del segmento.

Osservando infatti più specificatamente la distribuzione degli stessi per numero di investimenti realizzati, dai dati di mercato emerge come i primi 9 operatori abbiano realizzato il 52% delle attività (ovvero 23 operazioni), mentre i restanti 26 si sono suddivisi eterogeneamente la restante quota, portando a termine una sola operazione ciascuno[94].

Figura 3.2. Livello di concentrazione del mercato: periodo 2004-2011.



Fonte: dati AIFI.

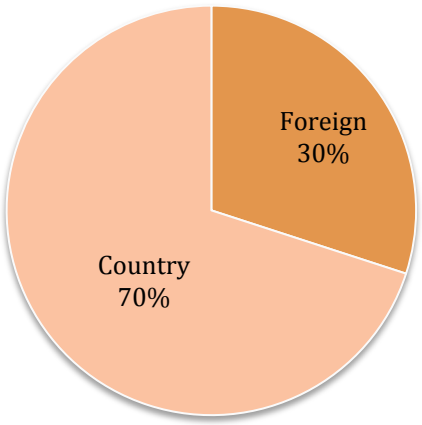
In un simile contesto non sono molti i fondi specializzati che hanno svolto in maniera continuativa e sistematica la propria attività di investimento: tuttavia

[93] In alcune operazioni sono intervenuti più investitori contemporaneamente, dove al fondo principale si è aggregato un co-investitore.
[94] Turnaround Monitor; *Rapporto Italia 2011.*

grazie alla continua creazione di un *deal flow*, a tali investitori è riconducibile la leadership di mercato[95], mentre la restante parte di operatori attivi di tipo prettamente generalista, ha operato in maniera differente optando per scelte di investimento di tipo più opportunistico.

Ancora, è interessante notare come considerando l'intero arco temporale, il 70% del mercato sia controllato da fondi di matrice italiana, nonostante vi sia stata in particolar modo nell'ultimo anno una più massiccia presenza di *foreign funds*: nel corso del 2011, tre dei sei nuovi investimenti sono stati effettuati da operatori internazionali che per la prima volta si sono affacciati sul mercato nazionale.

Figura 3.3. Nazionalità degli investitori: periodo 2004-2011.



Fonte: dati AIFI.

Concentrandosi ora sulle caratteristiche delle operazioni, diverse sono state le modalità di conduzione dell'investimento.

Sotto il profilo della *deal origination*, le forme prevalenti riguardano due tipologie di categorie: da una parte interventi generati a seguito di dismissioni di rami da parte di grandi gruppi, sia internazionali che locali, e dall'altra quelli realizzati

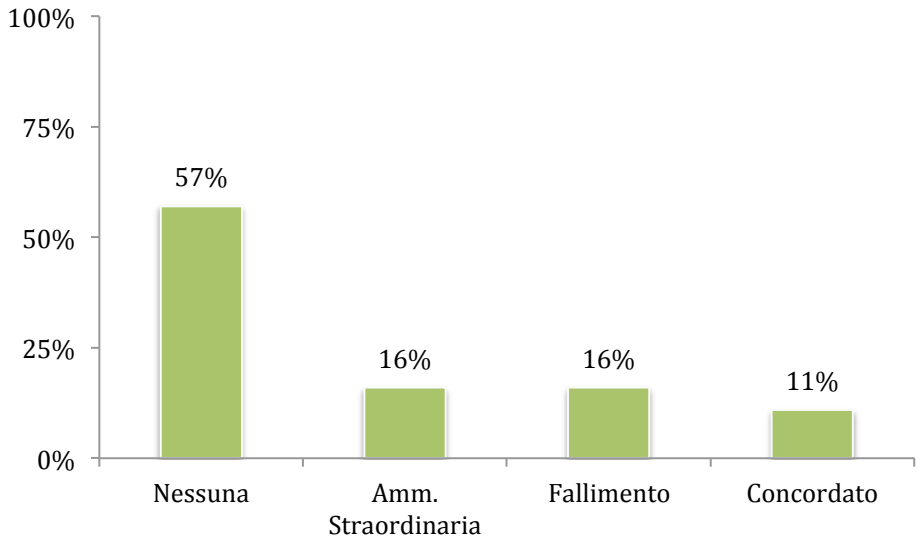
[95] In particolar modo in Italia, tra i maggiori operatori specializzati in *turnaround* vi sono Atlantis Capital Special Situations ed Orlando Italy.

nell'ambito di imprese famigliari[96].

A tal proposto risulta interessante mettere in luce se queste siano avvenute in presenza o meno di procedure concorsuali: come descritto nel corso del secondo capitolo, non è raro assistere ad investimenti effettuati in tali situazioni.

Sebbene la maggior parte degli interventi non siano stati fatti in ambito di procedure concorsuali, si può notare come la distribuzione delle target nell'ambito di fallimento, amministrazione straordinaria e concordato preventivo risulti essere all'incirca la medesima.

Figura 3.4. Distribuzione percentuale delle target per procedura: periodo 2004-2011.



Fonte: dati AIFI.

Per ciò che riguarda invece la distribuzione geografica, è senza dubbio il Nord ad avere il maggior numero di operazioni: ben 38 rispetto alle 6 effettuate tra Centro e Sud.

Considerando nello specifico le regioni di appartenenza delle aziende, quelle del Nord-Ovest sono quelle maggiormente interessate dal fenomeno: ben il 50%

[96] Turnaround Monitor; *Rapporto Italia 2011.*

dell'insieme di interventi effettuati in tutto il Paese si localizza tra Piemonte e Lombardia.

Figura 3.5. Distribuzione geografica delle target: periodo 2004-2011.

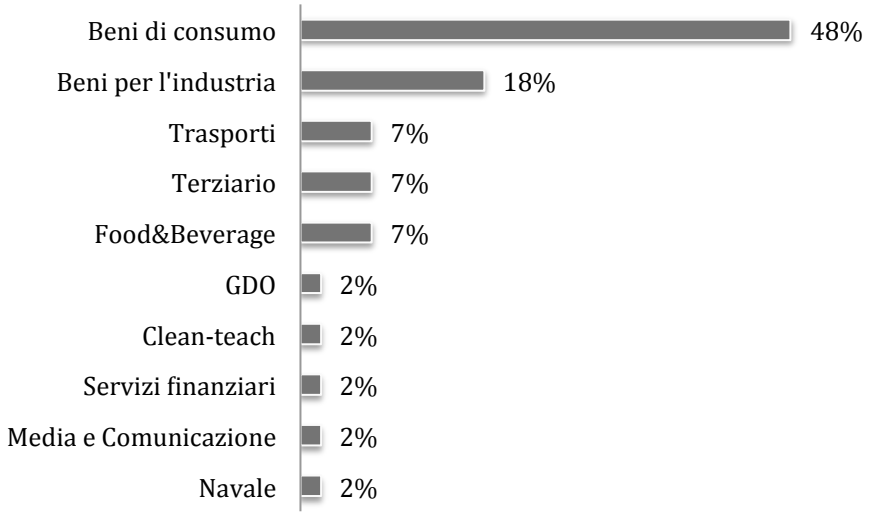
Fonte: dati AIFI.

Infine, riferendosi ai settori di appartenenza delle società target, è possibile notare come gli operatori si siano prevalentemente concentrati nei confronti del tradizionale comparto dei beni di consumo, che rappresenta quasi il 50% degli investimenti: tali dati possono essere letti in relazione al fatto che il fondo consideri la *brand awareness* un elemento essenziale per investire in attività in crisi.

Tale aspetto infatti sembra essere spesso determinante nelle analisi fatte in fase di *due diligence*: il riconoscimento del marchio da parte del mercato è senza dubbio

un importante punto di partenza su cui poi l'operatore lavorerà, apportando abilità manageriale e intervenendo nella struttura finanziaria.
In misura decisamente inferiore, si posiziona il comparto dei beni per l'industria (18%); seguono poi un insieme di diversi settori nei quali i fondi hanno eterogeneamente investito.

Figura 3.6. Distribuzione settoriale di appartenenza delle target: periodo 2004-2011.



Fonte: dati AIFI.

A conferma del trend espresso dal mercato, il campione di riferimento riflette in buona parte le caratteristiche dello stesso: ben l'80% delle imprese analizzate nel presente elaborato ha sede nel Nord Italia, cosi come la maggioranza delle target appartengono al settore dei beni di consumo (38%) e a quello dell'industria (31%).
Relativamente alla nazionalità degli operatori, nel campione si riscontra la prevalenza di fondi italiani, ovvero 7 su 13 operanti nel complesso.

3.3 Il metodo di ricerca

Con l'obiettivo di precisare la modalità con la quale è stata condotta l'analisi, ci si sofferma ora sulla descrizione degli indicatori utilizzati e si presenta la logica che ha guidato lo studio.
Al fine di indagare come l'intervento del fondo abbia inciso sulle società considerate, sono stati utilizzati indicatori volti a verificare:

1. la redditività dell'azienda;
2. l'analisi del grado di indebitamento;
3. l'analisi della gestione del Capitale Circolante Commerciale;

Tra i diversi indici di bilancio, si sono ritenuti capaci di esprimere al meglio la aree oggetto di indagine quelli di seguito elencati:

- indicatori di performance ed indici di redditività;
- indici finanziari e patrimoniali;
- indici di durata e rotazione delle poste del circolante.

Tuttavia, dai bilanci civilistici ai quali si è venuti in possesso, non è stato possibile calcolare direttamente i vari indici sopra menzionati, pertanto vale la pena accennare al metodo di cui ci si è avvalsi per poterli determinare.

3.3.1 La riclassificazione dei bilanci

Nel presente paragrafo si vuole illustrare la metodologia seguita nell'elaborare i valori presenti negli schemi di bilancio redatti secondo l'art. 2424 del Codice Civile: ai fini dell'analisi, essendo necessario trasformare i dati in informazioni, si è proceduto alle riclassificazioni di Stato Patrimoniale e Conto Economico per esplicitare determinati valori di riferimento necessari alla composizione degli indicatori ed espressivi di taluni fenomeni aziendali.

La riclassificazione dei valori non modifica i due risultati di sintesi del bilancio di esercizio, ma tende a riesporli in modo più utile per le successive elaborazioni: con l'obiettivo di aumentare la valenza informativa dei dati ricavabili dai prospetti civilistici, le voci di bilancio vengono riesposte in raggruppamenti sintetici omogenei rispetto a determinati criteri[97].

E' stata pertanto svolta per ogni società target una riclassificazione che rispettasse il criterio finanziario in relazione allo Stato Patrimoniale, dove gli elementi che compongono le fonti e gli impieghi venissero riordinati in base al grado di liquidità ed esigibilità delle singole voci. Il limite convenzionale di riferimento è quello dei dodici mesi: quelle che si ritengono verranno trasformate in liquidità entro un anno si definiscono attività a breve, alla stessa maniera ci si riferisce alle passività quando si presume che le stesse debbano essere estinte entro il medesimo arco temporale. Oltre tale data, si parlerà rispettivamente di attività immobilizzate e passività a medio-lungo termine:

Tabella 3.2. Riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario.

IMPIEGHI	FONTI
Attività correnti	Passività correnti
Attività immobilizzate	Passività a medio-lungo
	Patrimonio netto

Fonte: elaborazione propria.

Tale schema si è reso necessario ai fini del calcolo di quell'insieme di indicatori utili ad osservare il grado di indebitamento e la gestione delle politiche finanziarie delle imprese target.

Tuttavia, per il calcolo di alcuni indici finalizzati all'analisi della gestione operativa, si è dovuto procedere anche a riclassificare i diversi stati patrimoniali secondo il

[97] I. Facchinetti; Le analisi di bilancio; Il Sole 24 ore, Milano, 2001.

criterio funzionale, suddividendo le diverse voci in relazione alla loro appartenenza a determinate aree di gestione.

Nella sottostante tabella si sintetizza la riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale:

Tabella 3.3. Riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il modello funzionale.

Attività
Attività della gestione caratteristica *Attività correnti* *Attività immobilizzate*
Attività delle gestioni accessorie *Attività correnti* *Attività immobilizzate*

Passività
Passività correnti
Passività a medio-lungo termine
Patrimonio netto

Fonte: elaborazione propria.

Anche per quanto riguarda il Conto Economico si è reso necessario apportare delle modifiche rispetto allo schema proposto dal Codice Civile per far sì che questo prospetto potesse essere utilizzato efficacemente ai fini dell'analisi.

Tenuto conto delle finalità dello studio e delle peculiarità dei dati a disposizione rappresentativi delle realtà aziendali in oggetto, il metodo seguito per la riclassificazione è stato quello del Conto Economico a Valore della produzione e Valore aggiunto.

A livello generale, con questo modello è possibile mostrare e studiare la sequenza dei risultati intermedi delle diverse aree gestionali che portano al valore finale del risultato d'esercizio, come si può apprezzare dal seguente schema:

Tabella 3.4. Riclassificazione dello Conto Economico a Valore della produzione e Valore aggiunto.

Valore della produzione 1. costo dei fattori produttivi esterni
= Valore aggiunto 2. costi del personale
= **Margine operativo lordo** 3. Ammortamenti
= **Reddito operativo della gestione caratteristica**
+ Proventi da partecipazioni strategiche
+ Altri proventi netti
4. Oneri finanziari
= **Reddito ante imposte**
5. imposte sul reddito
= **Reddito netto**

Fonte: elaborazione propria.

In particolare, tale logica permette di mettere in evidenza un valore altamente significativo dell' andamento aziendale, ovvero il Margine Operativo Lordo o EBITDA, che rappresenta un flusso di cassa potenziale, rimanendo escluse dal suo calcolo quelle componenti di reddito che, non essendo destinate a manifestarsi mediante pagamenti, non hanno diretto impatto sulla dinamica finanziaria.

Tale voce di reddito, oltre a costituire un punto di congiunzione tra la dinamica economica e quella finanziaria, risulta essere un indicatore sufficientemente oggettivo dell'andamento economico della gestione caratteristica[98].

3.3.2 Gli indici utilizzati

Specificando l'elenco degli indicatori ai quali si è accennato in precedenza, al fine di misurare le performance aziendali si è fatto uso di quelli maggiormente utilizzati in letteratura, ovvero:

- Ricavi delle Vendite;
- EBITDA[99];
- Numero di dipendenti.

Relativamente all'analisi della redditività invece, si è fatto riferimento a:

- ROC[100]: EBIT / Capitale Investito Netto Operativo.
  Il Capitale Investito Netto Operativo è stato ottenuto sommando il Capitale Circolante Netto Operativo (dato dall'Attivo Corrente Operativo al netto del Passivo Corrente Operativo) alle Immobilizzazioni Caratteristiche Nette (date dalla differenza tra Attivo Immobilizzato Operativo e Passivo Consolidato Operativo).

- ROS[101]: EBIT / Ricavi delle Vendite.

[98] U. Sostero, P. Ferrarese, M. Mancin, C. Marcon, *Elementi di bilancio e di analisi economico finanziaria*, Cafoscarina, Venezia, 2010.
[99] Si ricorda che tale acronimo, che sta per Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization, equivale al Margine Operativo Lordo.
[100] Acronimo che sta per *Return on Capital*.
[101] Acronimo che sta per *Return on Sales*.

Si specifica come il ROC sia stato preferito al ROI (*Return on Investment*) in quanto capace di valutare la redditività in relazione all'attività caratteristica dell'azienda.
Si è ritenuto importante infatti porre attenzione al core business aziendale in quanto non si voleva che l'indice di reddittività venisse influenzato da azioni tipiche di situazioni di crisi aziendali non espressive di un reale miglioramento della generazione di reddito, come per esempio la dismissione di immobili non operativi.

Per quanto riguarda l'analisi delle politiche finanziarie, i *fundamentals* presi in analisi sono stati:

- Indice di indebitamento a breve (Debiti a Breve / Totale Passivo);
- Indice di indebitamento a lungo (Debiti a Lungo / Totale Passivo);
- Indice di indipendenza finanziaria (Patrimonio Netto / Totale Attivo);
- Costo denaro a prestito;
- Oneri finanziari / Fatturato.

Relativamente alle politiche di gestione del Capitale Circolante, ci si è concentrati sull'analisi dei cicli operativi. In particolare, si sono utilizzati i seguenti valori:

- giorni di dilazione media concessa ai clienti;
- giorni di dilazione media ottenuta dai fornitori;
- durata media di giacenza delle scorte;
- durata del ciclo del Capitale Circolante Operativo.

Tali indici sono quelli che si sono ritenuti maggiormente significativi nel permettere di osservare da un lato quali difficoltà queste tipologie d'imprese riscontrino nel ottenere finanziamenti sotto forma sia capitale di rischio che capitale di credito, dall'altro per intravedere come le stesse gestiscano i cicli operativi.

3.4 L'analisi empirica

3.4.1 I primi risultati: analisi delle performance e della redditività

In questa sezione si presenteranno i risultati dell'analisi svolta sul campione formato dalle sedici aziende oggetto di studio.
Il punto di partenza dell'indagine è stato quello di considerare i diversi indicatori di performance, per intravedere a livello generale come nell'arco degli anni gli stessi siano oscillati.

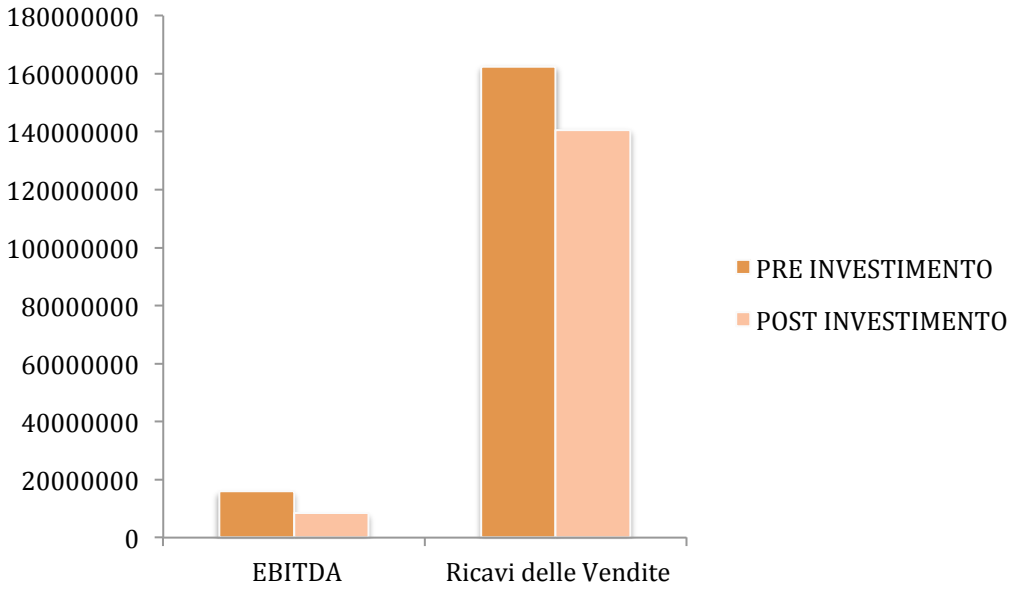
Tabella 3.5. Gli indicatori di performance delle aziende oggetto di *turnaround*.: valori medi complessivi pre e post investimento.

	Ricavi delle Vendite	**EBITDA**	**Dipendenti**
media annua PRE INVESTIMENTO	162.286.939 €	15.900.000 €	938
media annua POST INVESTIMENTO	140.505.217 €	8.389.756 €	834

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Come si evince dai numeri soprastanti, tutti i valori mostrano un peggioramento nel corso del tempo.
I Ricavi delle Vendite calano di un valore pari al 13,42%, mentre ben più significativa è la caduta dell'EBITDA, che addirittura dopo l'ingresso degli operatori si riduce del 47,23%.

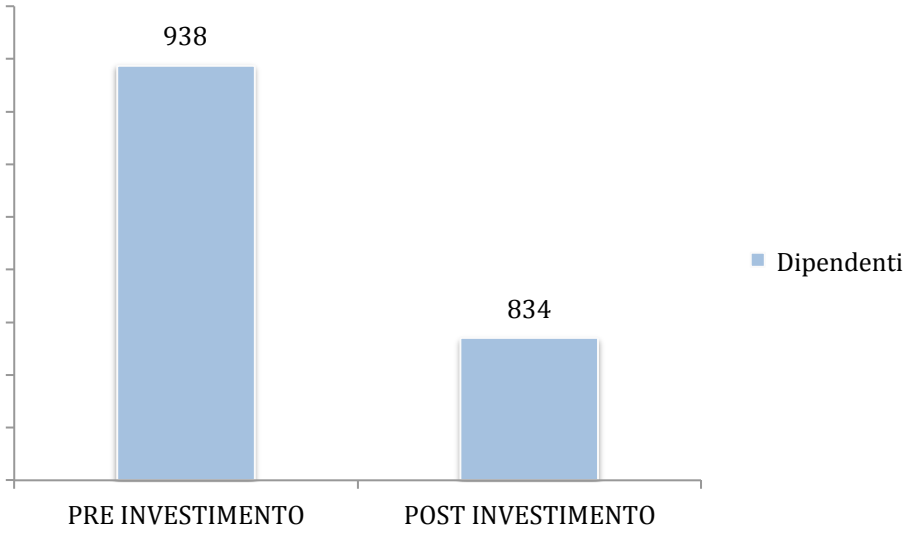
Figura 3.7. Valore medio di EBITDA e Ricavi delle Vendite prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Alla stessa maniera, si assiste anche ad un taglio del numero medio dei dipendenti, che passa da un valore medio di 938 a quello di 834.

Figura 3.8. Numero medio di dipendenti prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Ad un primo impatto, non c'è modo di notare alcun possibile miglioramento: anzi, dai valori che emergono si riscontra un peggioramento della situazione.
E' bene tuttavia fare alcune considerazioni sui numeri sopra esposti.
Essendo tali indicatori espressi come numeri puri, così come appaiono non sono facilmente interpretabili: si limitano infatti ad evidenziare un peggioramento, ma non chiaramente permettono di identificare la portata dello stesso.
Per di più, osservando i soli valori assoluti, bisogna tenere in considerazione come questi dipendano fortemente dalla dimensione delle società rientranti nel campione: una forte influenza è esercita soprattutto dal gruppo Safilo, multinazionale di grossa caratura che, per esempio, impiega circa 8000 dipendenti l'anno.
Pertanto appare maggiormente significativo un confronto tra la variazione percentuale dell'indice anno per anno.

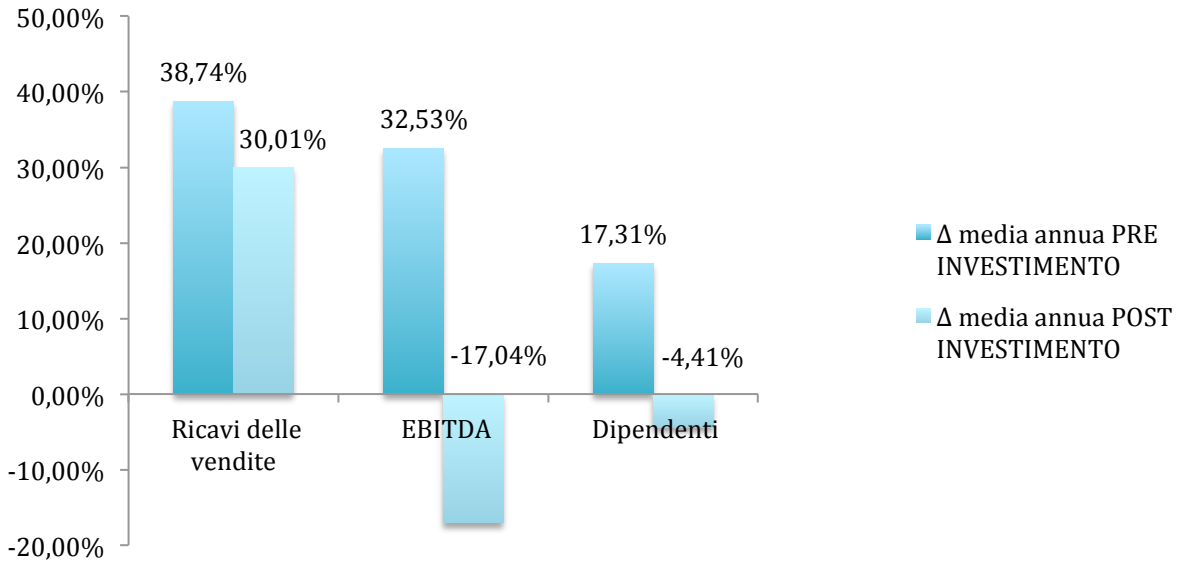
Tabella 3.6. Media delle variazioni percentuali annue degli indicatori di performance delle aziende oggetto di *turnaround*.

	Ricavi delle Vendite	**EBITDA**	**Numero di dipendenti**
Δ media annua PRE INVESTIMENTO	38,74 %	32,53 %	17,31 %
Δ media annua POST INVESTIMENTO	30,01 %	-17,04 %	-4,41 %

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Tali variazioni, confermano quanto detto in precedenza: anche le percentuali indicano tendenzialmente una situazione di sofferenza.

Figura 3.9. Variazione media delle variazioni percentuali annue degli indicatori di perfomance prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

A differenza dei valori assoluti, in percentuale il valore Ricavi delle Vendite si mantiene in crescita, sebbene l'aumento sia leggermente frenato nel periodo posteriore all'ingresso dell'operatore: marcata invece è la variazione dell' l'EBITDA, che si nota subire una diminuzione consistente.

Nello specifico, tale valore assume maggior importanza del primo: esprime come le aziende in questione, sebbene possano contare su una variazione positiva in merito alle vendite, non siano in grado di trasformare le stesse in un flusso monetario. Come descritto in precedenza infatti, l'EBITDA può considerarsi come quella voce di reddito maggiormente assimilabile ad un potenziale flusso di cassa: dai numeri si denota la difficoltà di trasformare le vendite in flussi per le aziende in questione.

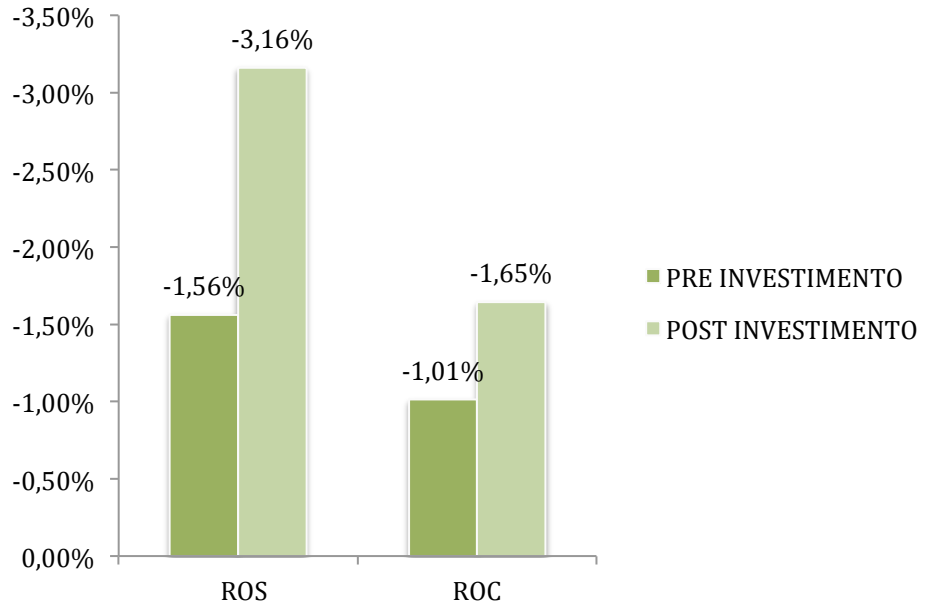
Una possibile spiegazione può essere data da politiche di vendita sotto costo, nella quale ad elevati fatturati corrisponde una struttura di costi tale daabbattere il Margine Operativo Lordo.

Infine, per quanto riguarda il numero di dipendenti, si assiste ad un risultato piuttosto prevedibile: una delle prime aree di intervento del nuovo operatore è

senza dubbio la riduzione del personale, che da valori di crescita decisamente positivi passa ad un valore medio in diminuzione del 4% annuo.

Lasciando l'analisi di performance generale, si vuole ora verificare come l'intervento dei fondi di *turnaround* abbia inciso sulla redditività delle diverse aziende.

Figura 3.10. Valore medio degli indicatori di redditività prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Come si può evincere dal grafico soprastante, i risultati mostrano una situazione di difficoltà delle azienda, avendo tutti gli indici di reddito valori negativi.

Gli investitori non sembrano apportare benefici in termini di redditività: nessuno dei valori presi in analisi da risultati positivi nel periodo successivo all'ingresso dell'investitore.

In particolare, la netta diminuzione del *Return on Sales* (ROS), che indica la capacità di ottenere dei ritorni dalle vendite, evidenzia soprattutto come le imprese non siano in grado di generare margini sui ricavi. Tale incapacità aiuta a comprendere come, sebbene le imprese abbiano valori percentuali di aumento dei ricavi, questi non incidano su un miglioramento del loro stato di salute.

Infine considerando il *Return on Capital* (ROC), che come detto è stato utilizzato in quanto tiene conto dei capitali utilizzati per finanziare esclusivamente la gestione operativa aziendale, si può confermare l'andamento del trend negativo: anche la redditività operativa infatti risulta in decisa diminuzione.
Essendo tale indice influenzato dal capitale investito[102], il possibile aumento degli investimenti realizzati dall'operatore per rilanciare l'attività aziendale può essere considerato un aspetto determinante, nel breve termine, nel diminuire il valore dell'indice.
Osservando performance e redditività si evince pertanto come le imprese target soffrano l'incapacità di generare reddito: dai dati presentati, l'ingresso dell'investitore non è la determinante che permette di invertire il trend negativo.
Sebbene la generazione di reddito sia l'aspetto principale di ogni azienda, in quanto senza di esso nessun istituto economico sarebbe destinato a perdurare, non è facile aspettarsi un'inversione di rotta nel breve termine: si ricorda che la situazione economica attuale e la crisi finanziaria contingente senza dubbio non favoriscono questo tipo di ripresa.
Proprio per tale motivo, si vanno di seguito ad indagare altre aree considerate critiche nelle imprese *distressed*: si vuole intravedere se vi sia un cambiamento nella gestione finanziaria nonché in quella relativa alle politiche di capitale circolante, e se lo stesso sia o meno dettato dalla presenza dei nuovi investitori.

3.4.2 Le politiche finanziarie

A continuazione si svolge quindi un esame relativo al grado di indebitamento delle aziende attraverso comparazioni spaziali e temporali tra indici considerati significativi ai fini dell'analisi, cosi come si è illustrato nel terzo paragrafo del presente capitolo.
Di seguito si riportano in tabella i valori assunti dagli indici nel periodo pre e post investimento: per ognuno sono riportati i valori medi calcolati attraverso una media aritmetica semplice.

[102] Si ricorda che il Return on Capital è dato dal rapporto tra EBIT e Capitale Investito Netto Operativo.

Tabella 3.7. Valore degli indici finanziari delle aziende oggetto di *turnaround*.

	Indice di indipendenza finanziaria (%)	**Indice di indebitamento a breve**	**Indice di indebitamento a lungo**	**Costo denaro a prestito (%)**	**Oneri finanziari/ Fatturato (%)**
media annua PRE INVESTIMENO	26.11	0.78	0.22	4.48	2.63
media annua POST INVESTIMENO	20.73	0.71	0.29	6.84	3.57

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Osservando la tabella 3.7, è possibile notare la difficoltà finanziaria in cui si trovano le aziende oggetto di *turnaround*.

Due in particolare sono gli aspetti che possono essere considerati maggiormente critici: la poca autonomia finanziaria nonché la difficoltà che si riscontra nel reperire finanziamenti a medio lungo termine nel mercato del credito.

Una prima idea del grado di indebitamento può essere data dall'analisi del peso che il capitale di rischio ha sul capitale di finanziamento: tale indice, che esprime la composizione del capitale di finanziamento stesso, ovvero in che percentuale esso dipende dal capitale proprio o da finanziamenti di terzi, viene chiamato Indice di indipendenza o autonomia finanziaria.

Due infatti sono le fonti a cui l'impresa attinge per finanziarsi: il capitale proprio, costituito dal capitale sociale e l'autofinanziamento (utili d'esercizio degli anni precedenti non distribuito maggiorato delle riserve), più il capitale di terzi, caratterizzata dall'indebitamento a breve, medio e lungo termine.

Tali fonti sono sempre presenti in azienda: il capitale proprio assicura l'autonomia finanziaria della società e rappresenta un importante presupposto per

l'ottenimento del credito.

L'Indice di indipendenza finanziaria pertanto, esprimendo il peso dei mezzi propri in relazione alla complessiva provvista di capitale, può essere compreso tra zero (assenza di capitale sociale) e uno (assenza di capitale di terzi).

Va da sé che maggiore sarà tale numero, maggiore si potrà considerare patrimonializzata l'azienda: alcune ricerche empiriche hanno cercato di stimare dei valori di riferimento sui quali è possibile esprimere dei giudizi, sebbene sia necessario precisare che tale valore va contestualizzato in riferimento alle singole realtà.

Di seguito si riporta a titolo conoscitivo il risultato di tali studi, affinché possa essere da supporto nell'osservazione dei valori nelle società oggetto di indagine:

Tabella 3.8. Valori di riferimento assunti dall'Indice di autonomia finanziaria.

Indice autonomia finanziaria: MP/Ci	**Posizione segnalata**	**Significato relativo**
0-0,33	Zona di pericolo	Struttura finanziaria assai fragile e precaria.
0,33 - 0,50	Zona di vigilanza	Struttura finanziaria che richiede attenta sorveglianza.
0,50 - 0,66	Zona normale	Struttura finanziaria equilibrata.
0,66 - 1	Zona di Espansione	Struttura finanziaria che denota notevoli possibilità di sviluppo.

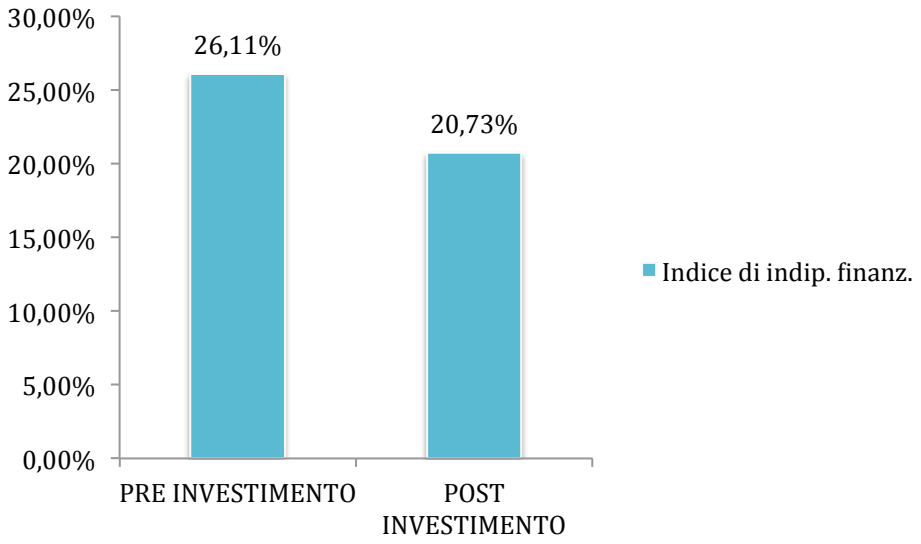
Fonte: M. Masciocchi. *Il turnaround management. Come recuperare e rilanciare le aziende*.

Per quanto riguarda la presente ricerca, i valori assunti dall'indicatore nelle imprese target denotano chiaramente una struttura finanziaria precaria: leggendoli in relazione alla tabella 3.8, si nota che rientrano nella zona definita "di pericolo".

L'investitore non apporta un gran beneficio, in quanto la patrimonializzazione si

riduce passando da un valore di 26,11% al 20,73%: tale diminuzione può essere letta in relazione al aumento del grado di indebitamento che avviene nel post-investimento.

Figura 3.11. Valore medio dell'indice di indipendenza finanziaria prima e dopo l'investimento.

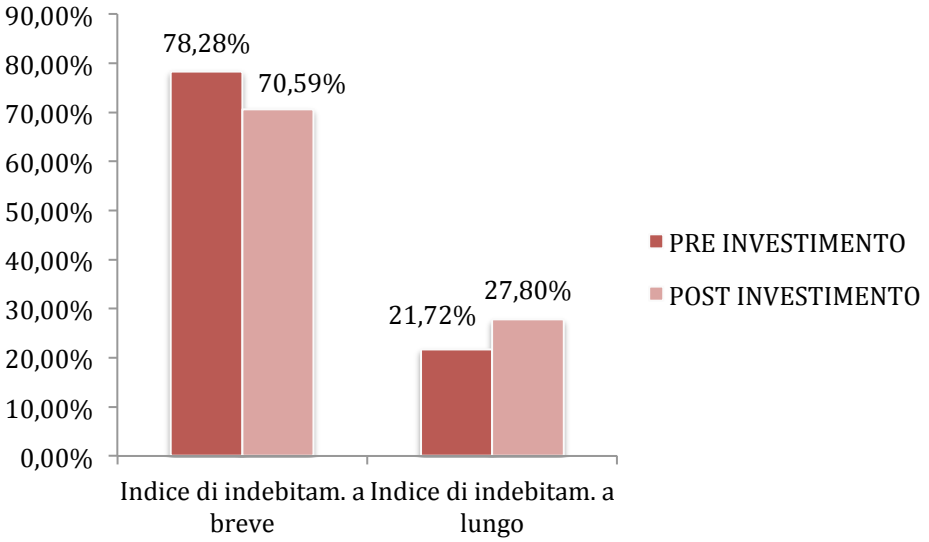


Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Infatti, una caratteristica delle operazioni svolte dai *private equiter* è quella di ricorrere alla leva finanziaria per investire nella società al fine di apportare dei cambiamenti strutturali: focalizzandosi sul analisi del debito, si può apprezzare come vi sia un inversione di rotta dei finanziamenti.

Per quanto riguarda il breve termine, si assiste ad una diminuzione di tale indice a vantaggio di un incremento dell'indicatore relativo al lungo termine: il peso del debito a lungo, relativamente al indebitamento totale, passa da un valore di circa il 22% a quasi il 28%.

Figura 3.12. Valore medio dell'indice di indebitamento: a breve e medio-lungo termine prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

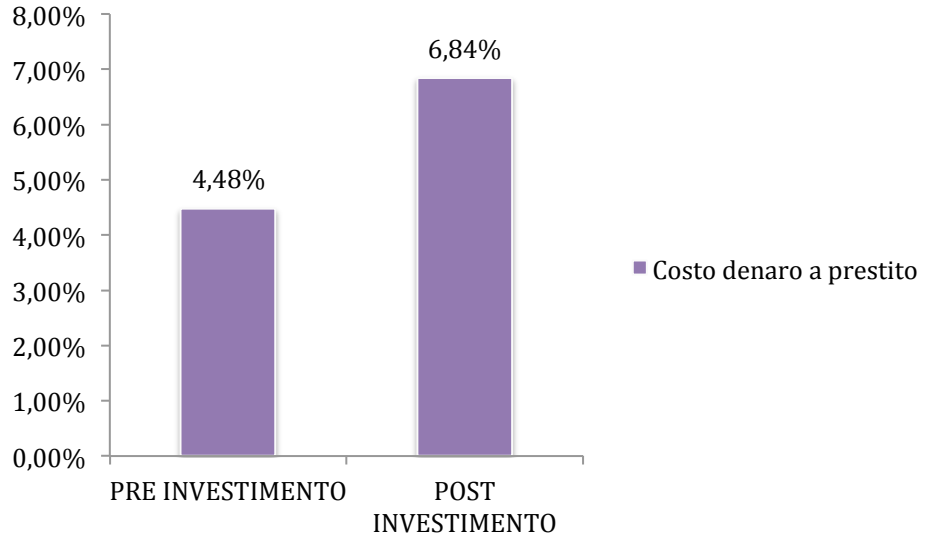
A fronte della variazione degli indici sopra analizzati, l'intervento dell'investitore può quindi essere letto nella seguente maniera: maggior capacità di ottenere capitali a lungo termine nel mercato del credito significa maggior possibilità di sostenere investimenti a medio-lungo termine finanziati da una fonte durevole, limitando la futura generazione di squilibri e tensioni finanziarie.

È bene sottolineare che l'ulteriore ricorso al debito, sebbene a lungo termine, è ad ogni modo un operazione critica in impresa già fortemente indebitate: tuttavia la presenza di operatori specializzati fa supporre un utilizzo più strategico del ricorso alla leva.

Concentrandosi ora sul costo del finanziamento, due sono le voci prese in esame: il costo dell'indebitamento ed il peso che gli oneri finanziari hanno sul fatturato totale.

Il costo del debito è stato ottenuto rapportando il valore degli oneri finanziari al totale dei debiti di finanziamento: entrambi sono stati tratti dalla riclassificazione di Conto Economico (i primi) e Stato Patrimoniale (i secondi).

Figura 3.13. Valore medio del costo del denaro a prestito prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Osservando la figura 3.12, si nota un incremento del tasso di finanziamento successivo al momento dell'investimento: le banche nel breve termine non percepiscono una maggiore sicurezza a seguito dell'ingresso del nuovo socio.

Gli istituti di credito infatti, in conseguenza alla difficile situazione nella quale si trovano i loro clienti, concedono tassi maggiori, anche se non eccessivamente elevati: la consapevolezza che è stato dato avvio ad un processo di ristrutturazione non fa si che si riescano ad ottenere capitali a migliori condizioni.

Tale trend viene confermato anche dall'aumento del valore relativo agli Oneri finanziari sul Fatturato, che passano dal 2,63% al 3,57%.

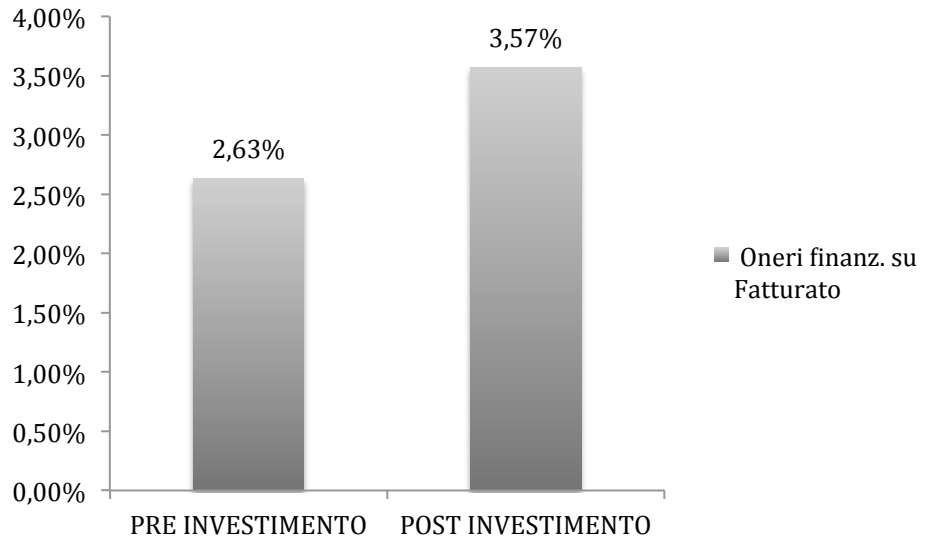
Tale aumento non è senza dubbio positivo, in quanto l'indicatore in questione precisa il peso che l'indebitamento finanziario ha sul totale delle vendite: è pertanto un indicatore di competitività poiché esprime quanto andrebbe trasferito sui prezzi di vendita per mantenere un buon equilibrio economico.

Alcuni studi empirici individuano intorno al 2,5%[103] la percentuale limite per

[103] Si fa riferimento ad uno studio svolto dall' Associazione Italiana Tesoreria d'Impresa, Maggio 2011.

considerare non eccessivo il peso del debito, che appare quindi nelle aziende in questione un elemento di criticità nella gestione delle risorse finanziarie.

Figura 3.14. Valore medio del peso degli oneri finanziari sui Ricavi delle Vendite prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

3.4.3 La gestione del capitale circolante

Dopo aver preso in analisi la situazione relativa al grado d'indebitamento, il passo successivo sarà quello di svolgere il medesimo studio in merito però al ciclo del Capitale Circolante.

La gestione dello stesso difatti rappresenta una variabile strategica, esprimendo la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni a breve termine e permettendo di perseguire gli obiettivi di medio lungo termine. Purtroppo però spesso vi è una sottovalutazione dell'importanza di tale variabile: vi è talvolta la convinzione che l'investimento in circolante sia piuttosto modesto rispetto all'attivo fisso e quindi trascurabile.

Il Capitale Circolante, essendo una grandezza che permea la maggior parte delle funzioni aziendali, assorbe una parte rilevante delle risorse finanziarie ed è per tale

motivo che le imprese dovrebbero invece porre la medesima attenzione posta per gli investimenti nelle attività fisse.

Qualora vi sia una sottovalutazione della rilevanza delle componenti che lo formano, si verificano non di rado crisi di liquidità, dove le aziende dovranno utilizzare le proprie risorse per finanziare le voci del circolante, sottraendole a possibili investimenti finalizzati a strategie e politiche di sviluppo.

In dottrina vengono individuate diverse modalità di definizione del Capitale Circolante, a seconda degli elementi che si vanno a considerare ed in relazione all'analisi che si vuole svolgere.

In questa sede si è voluto fare riferimento al Capitale Circolante Commerciale[104] per valutarne gli effetti sulla gestione operativa, poiché le voci prese in analisi si rinnovano in conseguenza dei cicli di acquisto, trasformazione e vendita: in tal maniera si vanno ad indagare i tempi coi quali mediamente si succedono i flussi finanziari legati ai cicli gestionali.

Dalla gestione di tali flussi, legati al pagamento dei costi relativi all'acquisizione dei fattori produttivi ed all'incasso ottenuto dalla vendite, dipenderà il fabbisogno finanziario che deve essere coperto per mantenere la solvibilità a breve.

Da qui l'importanza dell'area oggetto di indagine: il *Working Capital*[105] è una di quelle aree che può generare liquidità senza la necessità di strutturali cambiamenti.

Al fine di osservare come gli operatori siano intervenuti si ricorda che sono stati calcolati:

- i tempi di durata media di giacenza delle scorte;
- i tempi di durata media di incasso dei Crediti verso clienti;
- i tempi di durata media di pagamento dei Debiti verso fornitori;
- la durata del ciclo del Capitale Circolante Netto.

[104] Alternativamente può essere definito come Capitale Circolante Operativo.

[105] Termine inglese per definire il Capitale Circolante.

Di seguito si riportano i valori assunti dagli indicatori nelle imprese selezionate per intravedere come il processo di *turnaround* abbia inciso sui cicli operativi, soffermandosi poi in maniera più dettagliata su ciascun valore.

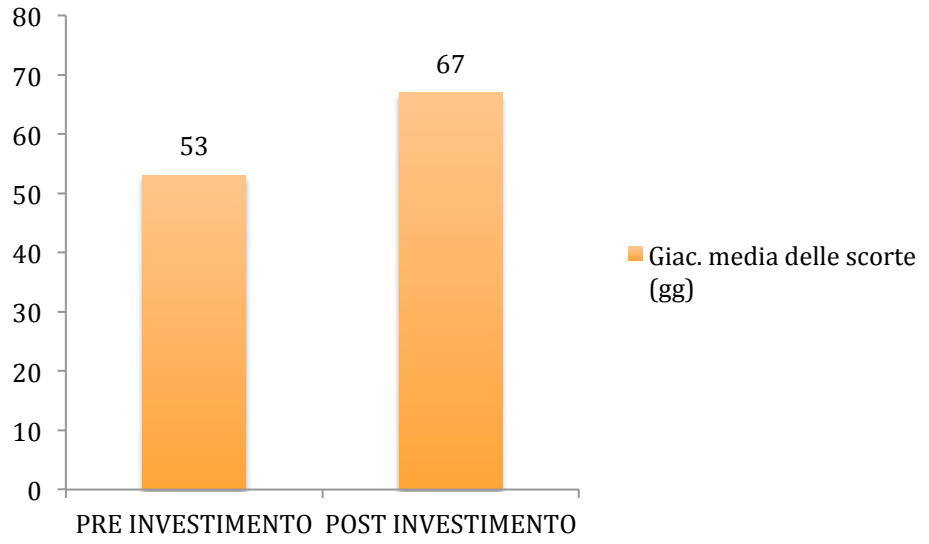
Tabella 3.9. Valore medio degli indici di rotazione delle aziende oggetto di *turnaround prima e dopo l'investimento.*

	Giacenza media di giacenza delle scorte (gg)	**Durata media di incasso dei Crediti (gg)**	**Durata media di pagamento dei Debiti (gg)**	**Durata del Ciclo Capitale Circolante Netto (gg)**
media annua PRE INVESTIMENO	53.08	88.35	202.53	32.20
media annua POST INVESTIMENO	66.95	86.24	166.66	56.55

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Il primo indice, ossia la durata media di giacenza delle scorte, è dato dal rapporto tra il valore medio delle rimanenze e le vendite di esercizio valutate al costo, il tutto moltiplicato per 360, ed esprime il numero di giorni che i prodotti finiti stazionano in magazzino prima di essere venduti.
L'effetto congiunto delle vendite e degli acquisti rinnova il magazzino durante i cicli operativi, attraverso l'entrata di nuova merce e l'uscita di scorte vendute: il ritorno in forma liquida è generato proprio da queste ultime, che permettono di ottenere liquidità e procedere agli acquisti necessari a soddisfare i cicli produttivi.

Figura 3.15. Valore medio dell' indice di durata media di giacenza delle scorte prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Come si evince dal grafico soprastante, il tempo medio di giacenza delle scorte presenta un aumento dei valori durante lo svolgimento del processo di ristrutturazione, dovuto sostanzialmente ad una crescita del magazzino: ciò può essere riconducibile principalmente a due possibili cause.

Da un lato va considerato il fatto che non è raro nelle aziende in dissesto assistere ad alcune distorsioni informative in merito alle politiche di bilancio, che tendono talvolta a "gonfiare" il magazzino al fine di incrementare il totale attivo sopravvalutando il valore di realizzo dei prodotti.

Sebbene tale modalità non rientri tra le corrette logiche di valutazione, viene in questa sede citata in quanto abitudine purtroppo spesso usata qualora si voglia rendere all'esterno, ed in particolar modo alle banche, un'idea di migliore robustezza aziendale in merito alle proprie attività.

Dall'altro, l'aumento in questione può essere semplicemente dettato dalla presenza di prodotti obsoleti non più apprezzati dal mercato, e quindi difficilmente in grado di essere venduti.

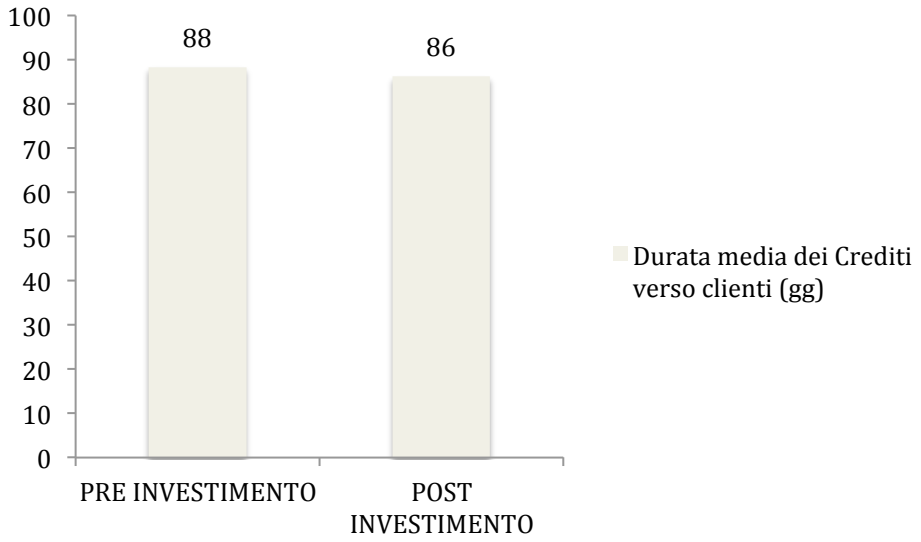
Ponendo l'attenzione ora invece sulla gestione dei crediti, si ricorda che questi si rinnovano per l'effetto congiunto dell'incasso dei crediti esistenti e per il sorgere di quelli nuovi relazionati alle vendite.

Tale indice è anche un elemento che permette di valutare quale sia il potere contrattuale dell'impresa nei confronti dei clienti: riuscendo a contenere i tempi di riscossione, l'azienda è in grado di ottenere liquidità limitando la necessità di ricorrere ad altre fonti per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario.

Tuttavia però tale contenimento non è cosa semplice: spesso infatti le imprese si trovano costrette a concedere dilazioni di pagamento per invogliare i clienti all'acquisto, aumentando così i tempi di riscossione.

L'indice in questione, ottenuto attraverso il rapporto (Crediti verso clienti/Ricavi delle Vendite)*360, esprime la velocità di trasformazione del credito in liquidità.

Figura 3.16. Valore medio degli dell' indice di durata media dei Crediti verso clienti prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Il grafico mostra una situazione sostanzialmente stabile: vi è una leggera flessione dell'indice, che permette quindi di esprimere un giudizio positivo.

Il fatto che le imprese non siano chiamate a concedere ulteriori dilazioni riflette il fatto, già menzionato in precedenza, che tali realtà non sembrano essere in grossa difficoltà dal punto di vista delle vendite.

Probabilmente, ciò è riconducibile alla *brand awareness* di cui godono le aziende, motivo spesso determinante per il quale diventano target dei *private equity investors*.

La leggera flessione può essere legata all'attuazione di politiche di miglioramento, come per esempio la concessione di sconti sulle vendite in cambio di pagamenti non dilazionati.

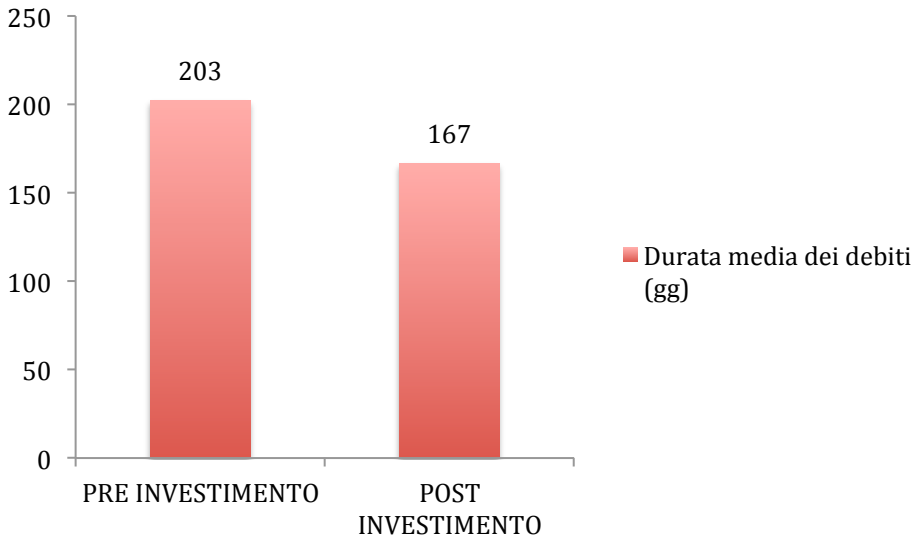
Relativamente all'analisi dei debiti commerciali invece, la situazione è ben diversa: si denota una forte diminuzione della durata media di riscossione degli stessi.

L'indice, calcolato come (Debiti verso fornitori/Ricavi delle Vendite)*360, indicando il numero di giorni entro i quali mediamente scadono i debiti esprime quale sia il grado di esigibilità degli stessi da parte dei fornitori.

L'obiettivo delle imprese dovrebbe essere quello di elevare tale valore: ottenendo tempi di dilazione più estesi, diminuisce il fabbisogno finanziario necessario per adempiere alle obbligazioni proprie della gestione corrente.

Nel caso in analisi, la situazione successiva all'operazione di *turnaround* è peggiore rispetto agli anni che precedono l'investimento: si assiste infatti ad una riduzione dei tempi di pagamento del 17,7%: le imprese, dovendo onorare in tempi più brevi i loro debiti, rischiano di andare incontro ad ulteriori tensioni finanziari.

Figura 3.17. Valore medio degli dell' indice di durata media dei Debiti verso fornitori prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Infine, prendendo in analisi l'insieme delle voci fino ad ora viste, si va a considerare l'informazione di sintesi maggiormente rilevante in merito al ciclo operativo, ovvero la durata del ciclo del Capitale Circolante Netto.

Tale indice esprime la velocità di rotazione del Capitale Circolante: tanto più è basso tanto minore sarà l'esigenza di finanziare con fonti esterne il circolante stesso, che sarà in gran parte "autofinanziato" dai Debiti verso fornitori.

Il numero risultante pertanto indica il tempo, espresso in giorni, che trascorre dal momento in cui si pagano i fornitori per l'acquisizione dei fattori produttivi al momento in cui si incassano i ricavi delle vendite ai clienti.

Nel determinare l'indice, è bene tenere chiaramente a mente la duplice rilevanza tipica delle operazione di acquisto e vendita: in presenza di dilazioni, i momenti di rilevanza economica non coincidono con quelli di rilevanza finanziaria, che corrispondono al pagamento dei debiti ad all'incasso dei crediti.

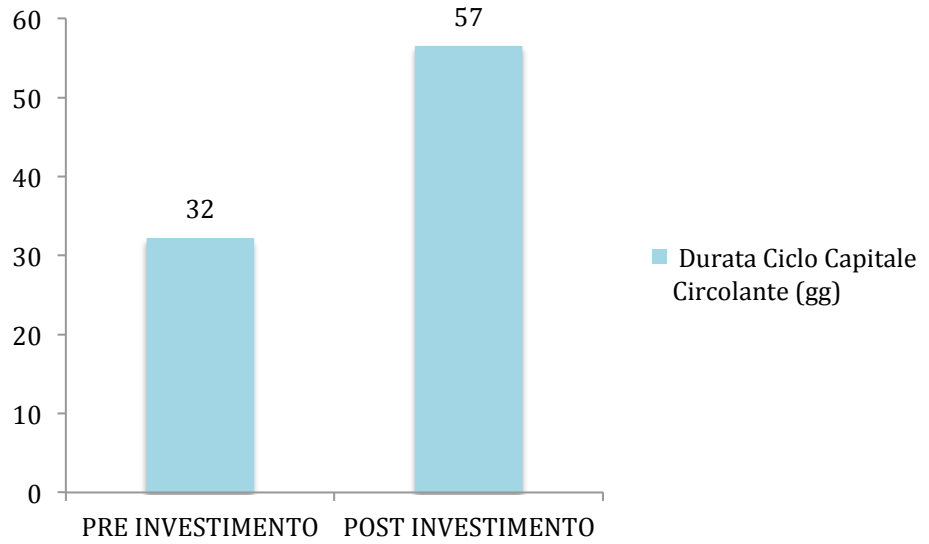
Pertanto, i periodi che trascorrono dall'acquisto della materia prima all'incasso dovuto alla vendita del prodotto finito sono:

- il tempio medio di permanenza della merce in magazzino, ossia il tempo che trascorre tra l'acquisto e la vendita;
- il tempo medio di incasso dei crediti commerciali, ossia il numero di giorni necessari per incassare le vendite;
- il tempo medio di pagamento dei debiti commerciali, pari al tempo che mediamente intercorre tra l'acquisto e il pagamento dei fornitori.

Di conseguenza l'ottenimento del numero di giorni necessari allo svolgimento dell'intero ciclo è dato da:

$$\frac{\text{durata media di giacenza delle scorte + durata media degli incasso dei Crediti verso clienti − durata media di pagamento dei Debiti verso fornitori}}{\text{durata del ciclo del Capitale Circolante Operativo}} =$$

Figura 3.18. Valore medio degli dell' indice di durata ciclo del Capitale Circolante Operativo prima e dopo l'investimento.



Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

La figura 3.17 evidenzia un deciso aumento dell'indice in questione.
La diminuzione della durata media dei debiti commerciali influenza fortemente la variazione della durata del ciclo operativo, che aumenta di un valore pari al 75,71%.
È bene tenere in considerazione come il numero di giorni ottenuti per pagare le passività commerciali, sebbene in diminuzione, sia comunque decisamente alto.
E' facile immaginare che ciò non dipenda da un buon potere contrattuale delle imprese in questione, quanto piuttosto dalla difficoltà di onorare i propri pagamenti entro le scadenze stabilite, dovuta alle tensioni di liquidità che caratterizzano tali aziende.

Considerazioni conclusive

Il ciclo di vita delle aziende passa tendenzialmente attraverso quattro stadi: avvio, sviluppo, maturità e declino, con la possibilità che se ne possa aggiungere un quinto, quello dell'insolvenza.

Tuttavia, un'azione preventiva e mirata può permettere alle imprese di evitare l'ingresso in questa fase qualora ne siano a rischio.

Attraverso l'avvio di un processo di cambiamento e l'adozione di specifiche trasformazioni si rende possibile la sopravvivenza di storie e *brand* aziendali apprezzati dal mercato, oltre al mantenimento di posti di lavoro che altrimenti andrebbero perduti.

In tale contesto, l'attività di private equity può essere considerata un valido supporto per le imprese, nonché un'interessante opportunità di investimento per i fondi.

In Italia, assistiamo sempre più a casi di fallimento di aziende familiari piuttosto che leader di mercato le quali, spesso a seguito di un notevole ricorso alla leva per supportare l'espansione del proprio business, rapidamente scivolano verso lo stato di insolvenza a causa di risultati inferiori alle attese incapaci di sostenere l'elevato debito.

Se simili situazioni purtroppo testimoniano il difficile momento di congiuntura economica che il mercato imprenditoriale da qualche anno si trova ad affrontare, parallelamente la crescita del numero di imprese in sofferenza potrebbe rappresentare un canale alternativo di investimento per chi tale attività la fa di professione.

Data la competenza di specifici operatori, l'investimento in società in stato *distressed* può essere reputato allettante, in quanto avendo essi rispetto al mercato una minor percezione del rischio a fronte di consolidate abilità tecniche, considerano il valore delle target sottostimato e pertanto l'acquisto delle quote di capitale delle stesse conveniente.

Da questo punto di vista il mercato del *turnaround* ha richiamato l'attenzione da parte degli operatori, rappresentando tale nicchia un possibile sbocco per gli investitori in un momento delicato come quello attuale.

La perdurante situazione economica negativa, caratterizzata da una forte stagnazione di gran parte dei settori produttivi e finanziari, ha comportato nella maggioranza delle imprese una frenata delle iniziative a causa dell'incapacità degli *shareholders* di finanziare tanto l'attività corrente quanto i nuovi progetti.

A sostegno di quanto fin qui messo in luce, si evidenzia come in Italia, l'investimento finalizzato a ristrutturare aziende in crisi si sia ritagliato una propria collocazione all'interno del mercato del private equity.

Infatti a partire dall'anno 2004 il Private Equity Monitor, l'osservatorio di riferimento per l'attività d'investimento in capitale di rischio, ha censito separatamente gli interventi di *turnaround* rispetto a quelli di *replacement* e *buy out*.

Osservando le operazioni avvenute nel mercato italiano, la presente tesi aveva l'obiettivo di analizzare in che maniera i fondi di investimento impattassero sulle aziende target, concentrandosi in particolar modo su due aree - l'esposizione debitoria e la gestione del capitale circolante - considerate critiche soprattutto nelle imprese a rischio insolvenza.

Per cui oltre a considerare i classici indicatori di performance, da un lato si sono volute verificare le problematicità della struttura finanziaria che contraddistinguono le imprese oggetto di *turnaround*, dall'altro si è posta attenzione sulla gestione delle voci inerenti proprio al ciclo del capitale circolante operativo, avendo queste un impatto diretto sulla dinamica finanziaria aziendale.

Se l'obiettivo iniziale del lavoro era quello di supportare l'idea ricorrente per cui l'entrata di un fondo nel capitale delle imprese rappresenti un elemento a favore del risanamento delle stesse, si deve riscontrare invece come dalla ricerca svolta non siano emersi i risultati auspicati.

Infatti dagli esiti dell'analisi empirica si può evincere quanto segue:

- relativamente alle performance economiche si riscontra una difficile situazione, anche negli anni successivi all'investimento; i valori negativi degli indicatori reddituali permangono per la durata dell'intero arco temporale analizzato.

  Interessanti e in controtendenza sono i dati relativi al trend di fatturato: le imprese non appaino in difficoltà sul fronte delle vendite, avendo una tasso di crescita annua dei ricavi positivo, dato tuttavia insufficiente per una sana gestione complessiva.

  Come messo in luce nel corso dell'elaborato, tale andamento conferma la logica per la quale uno dei *driver* decisivi nelle scelte d'investimento dei fondi sia proprio il fatto che le imprese siano apprezzate dal mercato;

- per quanto riguarda la struttura finanziaria, l'analisi per indici ha messo in evidenza come le realtà considerate siano caratterizzate da un aumento del costo del denaro, determinato dal peggioramento dei rating aziendali, ed un conseguente elevato peso degli oneri finanziari. Dagli studi effettuati si conferma il fatto che gli stessi limitino la capacità dell'impresa di essere competitiva, dovendo probabilmente scaricare sul prezzo di vendita tale costo. Ancora, si nota come a seguito dell'ingresso dell'investitore non si riscontri un miglioramento in termini di patrimonializzazione, quanto piuttosto una diversa spalmatura del debito. In merito all'esposizione debitoria infatti si evince una crescita del peso dei finanziamenti a lungo termine a discapito di quelli a breve: tale aspetto per quanto non determinante, può essere considerato importante per garantire una più tranquilla gestione della tesoreria;

- infine, in relazione alla gestione del Capitale Circolante, non si osserva un miglioramento degli indici di durata: la diminuzione della durata media dei debiti commerciali incide decisamente in modo negativo sull'aumento del ciclo del Capitale Circolante Netto.

A discapito delle aspettative, il *Working Capital* non sembra essere un'area di primario intervento, sebbene si possa ritenere in realtà uno *step* importante sul quale agire per permettere all'impresa di liberare risorse finanziare, intrappolate al suo interno e quindi non pienamente sfruttate.

Il presente elaborato ha cercato di fornire un ulteriore punto di vista in merito alla classica considerazione relativa al ruolo dei *private equity investors,* per permettere di vederne le potenzialità a supporto delle attività imprenditoriali del nostro territorio, caratterizzate da dimensioni medio piccole, conduzione familiare e spesso sottocapitalizzazione.

In realtà i risultati presentati delineano come nel complesso né la redditività, né tanto meno quelle aree considerate critiche nel recupero della liquidità necessaria a dare avvio alla ristrutturazione aziendale, abbiano subito i miglioramenti sperati.

Tuttavia, è d'obbligo fare riferimento al contesto nel quale si è svolta la presente analisi.

Non c'è dubbio che la crisi in corso, iniziata col fallimento di Lehman Brothers nel 2008, acutizzatasi durante il biennio 2009-2010 e nuovamente precipitata nel 2012, abbia fortemente influito nel designare una situazione così negativa. A conferma di ciò, si pensi ad esempio a come l'aumento dei tassi si sia trasferito su un più oneroso costo del debito a lungo termine, oppure a quanto l'elevato numero di fallimenti abbia comportato enormi difficoltà nell'incassare le vendite.

Appare opportuno precisare infine come il lavoro si sarebbe fatto ulteriormente interessante ampliando la ricerca sotto un duplice profilo.

Da un lato, la valutazione di una più ampia serie di variabili avrebbe permesso di sviluppare un'indagine che tenesse conto anche di altri fattori determinanti di crisi, come la struttura dei costi aziendali piuttosto che i sistemi di controllo: tuttavia un simile studio non era alla portata dei mezzi a disposizione.

Dall'altro sarebbe stato interessante estendere la dimensione del campione tanto in termini spaziali quanto temporali, ma due sono stati i principali limiti riscontrati.

In primo luogo, diverse sono state le difficoltà nel rintracciare dati statistici e di bilancio delle imprese in crisi: tra i motivi, si ricorda che le imprese oggetto di *turnaround* possono essere fallite, liquidate o cedute.

Nei casi in cui invece la ristrutturazione ha permesso il salvataggio aziendale, a volte sono state apportate tali modifiche in termini dimensionali piuttosto che di modello di business da rendere difficilmente realizzabile un confronto.

Il secondo aspetto è senza dubbio relativo alla scelta dell'arco temporale di riferimento, che come già spiegato è stata obbligatoria e non discrezionale: sicuramente l'analisi su un periodo più vasto avrebbe permesso un maggior approfondimento del tema trattato.

In conclusione si desidera mettere in luce come il presente lavoro vorrebbe essere da stimolo per l'approfondimento, in futuro, di queste particolari tipologie d'operazioni; sarebbe interessante infatti pensare di condurre la ricerca in un periodo storico caratterizzato da un trend di crescita economica, per vedere come il *know-how* di operatori specializzati incida nel risollevare le crisi aziendali.

Bibliografia

AIFI; *Alcune domande e risposte su come e perché investire in fondi di Private Equity*; Gennaio 2008.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2005*; Marzo 2006.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2006*; Marzo 2007.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2007*; Marzo 2008.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2008*; Marzo 2009.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2009*; Marzo 2010.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2010*; Marzo 2011.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2011*; Marzo 2012.

AIFI; *Il mercato del Private Equity e Venture Capital nel 2012*; Marzo 2013.

AIFI; *Libro Bianco: proposte per lo sviluppo del Venture Capital in Italia*; 2011.

Airoldi G., Brunetti G., Coda V.; *Corso di economia aziendale*; Il mulino; Bologna; 2005.

Banca d'Italia; *Questioni di economia e finanza (Occasional Paper), Il private equity in Italia*; Febbraio 2009.

Berwin S.J. in EVCA; *Private Equity fund structures in Europe*; Zaventem, 2006.

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

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

Brealey R.A.; Myers S.C.; *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill; Bologna; 2006.

Caselli S., Gatti S., Perrini F.; *Are Venture Capitalists a Catalyst for Innovation, or Do They Simply Exploit It?;* European Financial Management Journal; 2010; n. 1; Pages 92-111.

Cardascia D.; *Crisi d'impresa e interventi di turnaround*; Amministrazione e finanza; 2005.

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

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

Cuny C.J., Talmor E.; *A Theory of Private Equity Turnarounds*; Journal of Corporate Finance; 2007;Vol. 13; Pages 629-646.

Deloitte*; Italy Private Equity Confidence Survey*; Deloitte Financial Advisory; 2013.

Dessy A., Vender J.(a cura di); *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa;* EGEA; Milano; 1996.

Facchinetti I.; *Le analisi di bilancio*; Il Sole 24 ore; Milano; 2001.

Gervasoni A.(a cura di); *Impresa e mercato finanziario*; Guerini e Associati; Milano; 1999.

Gervasoni A., Bechi A.; *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana: aspetti economici e giuridici*; Il mulino; Bologna; 2007.

Gervasoni A., Sattin F.; *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*; Guerini e Associati; Milano; 2007.

Guatri L.; *Trattato sulla valutazione dell'azienda*; EGEA; Milano; 1998.

Guatri L.; *Declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA; Milano; 1995.

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

Jovenitti P.; *Entrepreneurial finance;* EGEA; Milano; 2002.

KPMG; *A successful year!*; Italian Private equity and Venture Capital market: 2006 performances; KPMG Advisory; 2006.

KPMG; *Consolidating growth!;* Italian Private equity and Venture Capital market: 2007 performances; KPMG Advisory; 2007.

KPMG; *A bumpy ride!;* Italian Private equity and Venture Capital market: 2008 performances; KPMG Advisory; 2008.

KPMG; Into the storm!, Italian Private equity and Venture Capital market: 2009 performances; KPMG Advisory; 2009.

KPMG; *A long down!;* Italian Private equity and Venture Capital market: 2010 performances; KPMG Advisory; 2010.

KPMG; *Back to returns!;* Italian Private equity and Venture Capital market: 2011 performances; KPMG Advisory; 2011.

KPMG; *Under a cloudy sky!;* Italian Private equity and Venture Capital market: 2012 performances; KPMG Advisory; 2012.

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

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

Massari M., Zanetti L.; *Valutazione-Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario;* McGraw-Hill; Milano; 2008.

Muzio A., *Risanamento e crisi d'impresa: il ruolo del turnaround* (Ufficio studi AIFI); Novembre 2009.

Pricewaterhousecoopers; *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*; Marzo 2013.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2005*.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2006*.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2007*.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2008*.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2009*.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2010*.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2011*.

Private Equity Monitor; *Rapporto PEM 2012*.

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

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

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

Sostero U., Ferrarese P., Mancin M., Marcon C.; *Elementi di bilancio e di analisi economico finanziaria*; Cafoscarina; Venezia; 2010.

Tartaglia E.; *Leveraged Buy Out: Rischi e opportunità;* Maggioli Editore; 2009.

The Economist ; *Private equity, One careful owner?*; Dicembre 2011; Pp. 42-43.

The Economist; *Private equity: Monsters, Inc?*; Gennaio 2012; Pp 7-8.

Turnaround Monitor; *Rapporto Italia 2010.*

Turnaround Monitor; *Rapporto Italia 2011.*

Whittington R.; *Recession strategis and top management changes*; Journal of General Management; 1991; Vol.16; Pages 11-28.