



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea In Ingegneria Gestionale

A.A. 2022/2023

Sessione di Laurea dicembre 2023

**Il *Distress Investing* in Italia: analisi delle
performance di *Turnaround* di fondi selezionati
Il caso DeA Capital**

Relatori:

Chiar.mo Prof. Enrico Luciano

Candidato:

Alberto Terracchio

Alla mia famiglia

A mio nonno «azzaro»

Sommario

La presente tesi è stata realizzata con l'obiettivo di approfondire il mondo del *distress investing*, una forma di investimento "alternativo" avente come asset sottostante aziende in tensione finanziaria, che a causa di ciò hanno difficoltà a portare avanti le proprie attività e certamente non sono in grado di crescere e di adire a nuovi finanziamenti. Attraverso un lavoro di ricerca su casi concreti degli ultimi otto anni (a partire dal 2015), si fornisce una mappatura delle strategie d'investimento degli operatori italiani specializzati in *distress* (altresì chiamato *restructuring*), con particolare riferimento ad approcci e leve utilizzati per il Turnaround.

Il lavoro si articola in due parti distinte.

La prima parte si propone di fornire una solida base teorica per l'argomento in questione. In particolare, questa sezione è dedicata a una revisione critica della letteratura esistente, con l'obiettivo di fornire una panoramica esaustiva delle teorie, dei concetti e delle ricerche pregresse che hanno contribuito a plasmare il campo di studio. Dopo una breve sezione introduttiva in cui verranno illustrate le ragioni e le caratteristiche che identificano un tipo di investimento come "alternativo" piuttosto che "tradizionale", l'attenzione si sposterà interamente sulla letteratura del *distress investing*. In questo capitolo verrà inizialmente data una definizione di *distress* finanziario e verranno illustrati dei modelli di previsione della crisi finanziaria presenti in letteratura, oltre che importanti indicatori di solidità finanziaria largamente utilizzati dal management delle imprese. Infine, verranno presentate le ragioni che spingono gli investitori a rischiare il proprio capitale in imprese fortemente a rischio e le condizioni che rendono conveniente per i creditori e il management intraprendere dei percorsi di ristrutturazione e di risanamento dello squilibrio economico-finanziario dell'impresa. La seconda parte del capitolo sul *distress investing* sarà invece dedicata alla presentazione degli investitori in società *distressed*, della loro struttura organizzativa e le diverse strategie che dispongono per poter realizzare un rendimento dal loro investimento. La parte dedicata alla bibliografia si concluderà con l'illustrazione del processo di ristrutturazione, dalle leve utilizzate dagli investitori per la creazione di valore sino al calcolo del rendimento finale dell'investimento.

La seconda parte del lavoro si focalizza sull'aspetto empirico, con l'intento di condurre un'analisi dei dati relativi ad aziende in ristrutturazione, raccolti attraverso la banca dati *AIDA* e ricerche sul web. Questa parte sviluppa una mappatura il più possibile esaustiva e originale dei principali operatori del distressed che operano in Italia e dei loro rispettivi portafogli d'investimento in aziende in crisi. In seguito, verrà realizzata un'analisi delle performance di *turnaround* di un fondo selezionato, DeA Capital, che è anche tra i più rilevanti attivi in questo segmento del Private Equity, con l'obiettivo di verificare gli esiti delle specifiche ristrutturazioni effettuate negli ultimi otto anni (come precedentemente menzionato a partire dal 2015) e le modalità utilizzate per il riequilibrio della situazione finanziaria e operativa delle società. Dai risultati ottenuti si sono tratte alcune generalizzazioni conclusive, corredate da alcune considerazioni sui limiti del lavoro e da spunti per futura ricerca.

INDICE

INTRODUZIONE	1
1. IL MONDO DEGLI INVESTIMENTI	8
1.1. IL MERCATO FINANZIARIO	8
1.2. INVESTITORI, STRUMENTI E STRATEGIE DI INVESTIMENTO	9
2. ARIA DI CAMBIAMENTO: IL MERCATO TRADIZIONALE E LO SVILUPPO DI QUELLO ALTERNATIVO	13
2.1. INVESTIMENTI TRADIZIONALI.....	14
2.1.1. <i>Correlazione tra i rendimenti azionari e obbligazionari</i>	17
2.2. INVESTIMENTI ALTERNATIVI	19
3. IL <i>DISTRESS INVESTING</i>	22
3.1. <i>DISTRESS FINANZIARIO VS DISTRESS ECONOMICO</i>	22
3.2. UN APPROCCIO “CONSERVATIVO” CHE SODDISFA TUTTI.....	23
3.3. PREVENIRE IL <i>DISTRESS</i> : SURVEY DELLA LETTERATURA	25
3.3.1. <i>Da un approccio qualitativo a uno quantitativo</i>	25
3.3.2. <i>Determinanti del distress finanziario</i>	27
3.3.3. <i>Misure e modelli predittivi del distress</i>	32
3.4. COSA RENDE IL <i>DISTRESS INVESTING</i> COSÌ PROFITTEVOLE	34
3.5. BREVE OVERVIEW DEL CODICE FALLIMENTARE NEGLI STATI UNITI	35
3.6. GLI INVESTITORI DEL <i>DISTRESSED</i> E LE LORO STRATEGIE D’INVESTIMENTO.....	37
3.6.1. <i>Chi sono gli investitori e come sono organizzati</i>	37
3.6.2. <i>Approccio attivo o approccio passivo: diverse strategie a disposizione</i>	40
3.7. IL PROCESSO DI RISTRUTTURAZIONE	43
3.7.1. <i>La strategia per la creazione di valore</i>	43
3.7.2. <i>Il piano di ristrutturazione</i>	44
3.7.3. <i>Valutare l’impresa target</i>	46
4. OPERATORI ITALIANI DEL <i>DISTRESS INVESTING</i>	50
4.1. DEA CAPITAL ALTERNATIVE FUNDS SGR S.P.A.	50
4.1.1. <i>Portafoglio DeA Alternative Funds</i>	51
4.1.1.1. Fondo Idea Corporate Credit Recovery I	51
4.1.1.2. Fondo Idea Corporate Credit Recovery II	53
4.2. PILLARSTONE S.P.A.	55
4.2.1. <i>Portafoglio Pillarstone</i>	56
4.3. OXY CAPITAL ITALIA S.R.L.	59

4.3.1.	<i>Portafoglio Oxy Capital Italia</i>	60
4.4.	QUATTRO R SGR S.P.A.	62
4.4.1.	<i>Portafoglio QuattroR SGR</i>	63
4.4.1.1.	Fondo QuattroR.....	63
4.5.	IBLA CAPITAL S.R.L.	65
4.5.1.	<i>Portafoglio Ibla Capital</i>	66
4.5.1.1.	Fondo Ibla Industries.....	66
4.5.1.2.	Fondo Ibla Industries II.....	66
4.6.	WRM GROUP	67
4.6.1.	<i>Portafoglio Wrm Group</i>	69
4.7.	CLESSIDRA CAPITAL CREDIT SGR S.P.A.	70
4.7.1.	<i>Portafoglio Clessidra Capital Credit</i>	71
4.7.1.1.	Clessidra Restructuring Fund	71
4.7.1.2.	Clessidra Private Debt Fund.....	74
4.8.	ITACA EQUITY HOLDING S.P.A.	74
4.8.1.	<i>Portafoglio Itaca Equity Holding</i>	76
4.9.	ILLIMITY SGR S.P.A.	77
4.9.1.	<i>Portafoglio Illimity SGR</i>	78
4.9.1.1.	Illimity Credit & Corporate Turnaround Fund	78
4.9.1.2.	Illimity Real Estate Credit Fund.....	79
4.10.	PHI INDUSTRIAL	80
4.10.1.	<i>Portafoglio Phi Industrial</i>	81
4.11.	AZIMUT CAPITAL MANAGEMENT SGR S.P.A.....	82
4.11.1.	<i>Portafoglio Azimut Holding S.p.A.</i>	83
4.11.1.1.	AZIMUT ELTIF - Private Debt Capital Solutions Fund.....	84
4.12.	J.P. MORGAN GLOBAL ALTERNATIVES	86
4.12.1.	<i>Portafoglio J.P. Morgan Global Alternatives</i>	87
4.12.1.1.	Lynstone Special Situations Fund II.....	88
4.13.	SINTESI OVERVIEW OPERATORI	89
5.	METODOLOGIA DI RICERCA	91
6.	ANALISI DEL PORTAFOGLIO DI DEA CAPITAL	94
6.1.	SELEZIONE DEL CAMPIONE E METODOLOGIA DI ANALISI	94
6.2.	ANALISI DEA CAPITAL	96
6.2.1.	<i>Fondo Idea Corporate Credit Recovery I</i>	96
6.2.2.	<i>Fondo Idea Corporate Credit Recovery II</i>	145
7.	CONCLUSIONI E LIMITI DELLA RICERCA	172
7.1.	CONCLUSIONI GENERALI	172
7.2.	LIMITI DELLA RICERCA E POSSIBILI SVILUPPI FUTURI	177

BIBLIOGRAFIA.....	180
SITOGRAFIA.....	184

INDICE DELLE FIGURE

<i>Figura 1 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in DeA Capital Alternative Funds</i>	51
<i>Figura 2 – AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Pillarstone</i>	56
<i>Figura 3 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Oxy Capital</i>	60
<i>Figura 4 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in QuattroR</i>	62
<i>Figura 5 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Ibla Capital</i>	65
<i>Figura 6 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Wrm Group</i>	68
<i>Figura 7 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Clessidra Capital Credit SGR</i>	71
<i>Figura 8 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Itaca Equity Holding</i>	75
<i>Figura 9 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Illimity SGR</i>	78
<i>Figura 10 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Phi Industrial</i>	81
<i>Figura 11 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Azimut Capital Management SGR</i>	83
<i>Figura 12 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in JP Morgan Global Alternatives</i>	87
<i>Figura 13 – Sintesi mappatura operatori italiani del distress investing</i>	90
<i>Figura 14 – Versione sintetica dei principali dati raccolti nella fase di ricerca</i>	93
<i>Figura 15 - Andamento economico delle aziende del fondo IDeA CCR I pre-e post ristrutturazione</i>	97
<i>Figura 16 - Andamento finanziario delle aziende del fondo IDeA CCR I pre-e post ristrutturazione</i>	98

<i>Figura 17 - Andamento economico-finanziario di Pigna pre-e post ristrutturazione</i>	100
<i>Figura 18 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo</i>	106
<i>Figura 19 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo</i>	107
<i>Figura 20 - Andamento economico-finanziario di Targetti pre-e post ristrutturazione</i>	111
<i>Figura 21 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo</i>	116
<i>Figura 22 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo</i>	117
<i>Figura 23 - Andamento economico-finanziario di Sinterama pre-e post ristrutturazione</i>	120
<i>Figura 24 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo</i>	127
<i>Figura 25 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo</i>	128
<i>Figura 26 - Andamento economico-finanziario di Util Industries pre-e post ristrutturazione</i>	130
<i>Figura 27 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo</i>	143
<i>Figura 28 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo</i>	144
<i>Figura 29 - Andamento economico delle aziende del fondo IDeA CCR II pre-e post ristrutturazione</i>	147
<i>Figura 30 - Andamento finanziario delle aziende del fondo IDeA CCR II pre-e post ristrutturazione</i>	148
<i>Figura 31 - Andamento economico-finanziario di Snaidero Rino pre-e post ristrutturazione</i>	150
<i>Figura 32 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo</i>	157
<i>Figura 33 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo</i>	158
<i>Figura 34 - Andamento economico-finanziario di Calvi Holding pre-e post ristrutturazione</i>	162
<i>Figura 35 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo</i>	170
<i>Figura 36 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo</i>	171

INDICE DELLE TABELLE

<i>Tabella 1 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo IDeA CCR I.....</i>	<i>52</i>
<i>Tabella 2 – Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo IDeA CCR II.....</i>	<i>54</i>
<i>Tabella 3 – Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Pillarstone..</i>	<i>56</i>
<i>Tabella 4 – Fondi in gestione a Pillarstone</i>	<i>59</i>
<i>Tabella 5 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio ad Oxy Capital Italia</i>	<i>60</i>
<i>Tabella 6 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo QuattroR</i>	<i>63</i>
<i>Tabella 7 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Ibla Industries</i>	<i>66</i>
<i>Tabella 8 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Ibla Industries II</i>	<i>67</i>
<i>Tabella 9 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Wrm Group .</i>	<i>69</i>
<i>Tabella 10 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Clessidra Restructuring</i>	<i>72</i>
<i>Tabella 11 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Itaca Equity Holding.....</i>	<i>76</i>
<i>Tabella 12 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Icct .</i>	<i>79</i>
<i>Tabella 13 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Phi Industrial</i>	<i>81</i>
<i>Tabella 14 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Azimut Eltif- Private Debt Capital Solutions</i>	<i>85</i>
<i>Tabella 15 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al Lynstone Special Situations Fund II</i>	<i>88</i>

INTRODUZIONE

Tutte le imprese, indipendentemente dal settore di appartenenza e dalla loro dimensione, necessitano di investimenti in attività a lungo termine e in capitale circolante. Fin quando i fondi generati internamente sono pari o superiori agli investimenti dell'impresa, l'unica importante decisione sulle modalità di finanziamento che il management deve prendere riguarda la determinazione della parte di utile da reinvestire piuttosto che da dividere agli azionisti sotto forma di dividendo. Molto spesso, però, le imprese non sono in grado di finanziare tutti i loro investimenti solo grazie all'utile d'esercizio e il non riuscire ad autofinanziarsi totalmente li espone alla necessità di un fabbisogno finanziario che può essere colmato tramite il ricorso al debito o all'equity¹. Definire la *capital structure*² di un'impresa non è semplice in quanto non esiste un *rapporto di indebitamento*³ definito per legge e le due forme di finanziamento esterne sono molto diverse tra loro. L'emissione di azioni comporta la diluizione del controllo dell'impresa ma ha il vantaggio di essere una forma di finanziamento permanente che non richiede alcun tipo di rendimento garantito per contratto. Il debito, invece, ha il vantaggio di non frammentare la proprietà dell'azienda e di fornirgli un vantaggio fiscale, ma è una forma di finanziamento che porta con sé un rischio di default, oltre a dover essere rimborsata entro una certa data insieme al pagamento di tassi di interesse. Inoltre, le aziende spesso sono costrette a scegliere una forma di finanziamento piuttosto che un'altra per via della diversa propensione delle banche e degli azionisti a certe tipologie di investimento. Un istituto di credito non finanzierebbe mai un progetto di ricerca e sviluppo altamente rischioso, cosa che invece un investitore prenderebbe in considerazione. Dunque, la scelta se emettere azioni o indebitarsi comporta inevitabilmente una frammentazione e un'allocazione diversa dei diritti sui flussi di cassa e sul controllo dell'impresa. Oggi si ritiene (e la realtà lo dimostra) che le imprese diano precedenza agli utili non distribuiti come forma di

¹ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, *Principles of Corporate Finance*, UK, McGraw-Hill Education, 11th Global Edition, 2014.

² La *capital structure* è costituita dalla porzione di debito, azioni e di altri titoli messi in circolazione dall'impresa per finanziare i propri investimenti.

³ È un indice finanziario utile per definire la leva finanziaria dell'impresa. È dato dal rapporto tra debito ed equity.

finanziamento primaria e solo in seguito fanno ricorso al finanziamento esterno, con le emissioni di azioni come ultima risorsa qualora il ricorso al debito e all'emissione di titoli ibridi (obbligazioni convertibili, ad esempio) non siano stati sufficienti a colmare il fabbisogno finanziario⁴. L'ultimo rapporto Istat sulle imprese italiane conferma la suddetta gerarchia delle forme di finanziamento. La ricerca, condotta nel 2019, evidenzia come nel 2018 circa tre quarti delle imprese con almeno 10 addetti abbiano fatto ricorso all'autofinanziamento (utili non distribuiti + ammortamenti) come principale fonte di finanziamento, mentre solo poco più della metà delle imprese ha utilizzato il mercato del credito. Sono meno del 5%, invece, le imprese che hanno fatto ricorso al mercato dei capitali per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario, confermando ancora una volta la centralità del modello "banca-centrico" nel sistema imprenditoriale italiano⁵.

Al di là dei benefici del debito, soprattutto in termini di ulteriore risorsa finanziaria per l'impresa, è importante riconoscere come questo possa comportare dei rischi sia per il debitore che per il creditore. L'impresa che decide di indebitarsi sa di correre il rischio di default, in quanto delle battute d'arresto operative, seppur temporanee, a causa del peso del debito potrebbero condurre l'azienda al distress finanziario e, se non curato tempestivamente in modo opportuno, al suo fallimento⁶. La banca dall'altra parte è consapevole di questi possibili rischi e, dunque, della possibilità di trovarsi dinanzi a delle esposizioni UTP/NPL⁷. Negli ultimi anni il mercato creditizio è cambiato profondamente.

⁴ L'ordine gerarchico delle forme di finanziamento è il risultato della teoria dell'ordine di scelta, più diffusa come *pecking order theory*. La teoria fu resa popolare da Myers e Majluf (1984) i quali sostengono che l'informazione asimmetrica tra i manager e gli investitori esterni favorisce l'emissione del debito piuttosto che le emissioni di azioni. Infatti, in seguito all'annuncio dell'emissione il mercato reagisce facendo scendere il prezzo delle azioni. I manager anticipano questo comportamento, favorendo dunque il mercato del credito.

⁵ Istat. (2021). Rapporto sulle imprese 2021. Struttura, comportamenti e performance dal censimento permanente. Roma (pp. 96-98).

<https://doi.org/10.1481/Istat.Rapportoimprese.2021>

⁶ Secondo i dati Istat, nel primo trimestre del 2023 il numero di fallimenti delle imprese è aumentato del 19,1% rispetto al trimestre precedente, ma risulta in calo del 5,2% rispetto allo stesso trimestre del 2022. Per quanto riguarda il numero di registrazioni destagionalizzato, nel primo trimestre del 2023 si è registrato un aumento congiunturale del 3,8% e un aumento dell'1,2% rispetto al primo trimestre dello scorso anno. Istat, Registrazioni e fallimenti di imprese - I trimestre 2023, <https://www.istat.it/it/archivio/284437>.

⁷ Secondo Banca d'Italia, le Non Performing Loans (o sofferenze o NPLs) "*sono esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o situazioni equiparabili*", dunque soggetti che hanno già manifestato inadempimenti tali da dimostrare di non essere in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Gli Unlikely To Pay (UTP), invece, "*sono esposizioni (diverse da quelle classificate tra le sofferenze) per le quali la banca valuta improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni contrattuali senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie,*

L'ingente ammontare di crediti deteriorati generati soprattutto dall'acuta e prolungata recessione che ha colpito l'economia italiana tra il 2008 e il 2014, ha costretto le banche a cambiare modalità operative, strategie e priorità. Una nuova fase di *derisking* si era resa necessaria per migliorare la pessima qualità del credito che ha impattato pesantemente i bilanci degli istituti bancari. Il ricorso da parte delle banche ad operazioni di smobilizzo degli attivi deteriorati ha contribuito allo sviluppo del mercato degli NPLs. Nel corso di un intervento al convegno «UTP&NPL Summit 2023» de "Il Sole 24ore" tenutosi a giugno 2023 a Milano, Giuseppe Siani, capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, ha evidenziato come nel 2015 il 16,5% dei prestiti totali fossero crediti deteriorati, per un ammontare complessivo di 360 miliardi di euro (200 miliardi al netto delle rettifiche di valore). Nel 2014 il tasso di default, il flusso annuo di nuovi prestiti deteriorati in rapporto alla consistenza di quelli in bonis, aveva addirittura raggiunto il 5,3%. Negli ultimi anni, gli sforzi congiunti delle autorità pubbliche e del mercato (grazie soprattutto allo sviluppo del mercato secondario degli NPLs) hanno contribuito ad invertire la tendenza negativa delle esposizioni creditizie. A fine dicembre 2022 erano scesi a 66 miliardi i crediti deteriorati lordi, ovvero il 2,9% dei prestiti totali, mentre il tasso di default si è progressivamente ridotto sino all'1%⁸. Tuttavia, l'instabilità degli equilibri geopolitici in seguito alla guerra tra la Russia e l'Ucraina, il contesto inflattivo che ci si trova ad affrontare e che riguarda l'aumento dei prezzi dell'energia ma anche delle materie prime e dei beni alimentari e il conseguente aumento dei tassi di interesse della Bce in seguito ad una politica monetaria più restrittiva lasciano presagire ad un peggioramento delle condizioni del credito⁹. La fotografia che emerge dal «Market Watch NPL» di Banca Ifis, presentato durante i lavori di "Future Proof", l'undicesima edizione dell'NPL Meeting organizzato dall'istituto, è che, data l'incertezza dell'attuale

a prescindere dalla presenza di eventuali importi (o rate) scaduti e non pagati". Questa classificazione viene fatta in maniera indipendente dalla presenza di eventuali importi scaduti e non pagati, in quanto è sufficiente che esistano elementi che lascino presumere un rischio di inadempimento del debitore.

Banca d'Italia. (2023). La qualità del credito. Guida ai dati pubblicati dalla Banca d'Italia.

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2023/Methodi_e_Fonti_La-qualita-del-credito.pdf)

[2023/Methodi_e_Fonti_La-qualita-del-credito.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2023/Methodi_e_Fonti_La-qualita-del-credito.pdf)

⁸ Banca d'Italia. (2023). L'evoluzione del mercato del credito e le priorità della Vigilanza. Convegno «UTP&NPL Summit 2023» – Il Sole 24ore. Milano.

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2023/SIANI_20.06.2023.pdf

⁹ CreditNews, *Crediti deteriorati: attesi 82 miliardi di euro di nuovi flussi*, <https://www.creditnews.it/crediti-deteriorati-incremento-contenuto-grazie-alla-solidita-del-sistema-italia/>.

scenario macroeconomico per il triennio 2022-2024, sono attesi 82 miliardi di nuovo credito deteriorato, con un picco previsto per il 2023¹⁰.

Lo sviluppo del mercato secondario degli NPLs ha un ruolo di fondamentale importanza non solo per il debitore e il creditore, ma anche per tutto il sistema finanziario. La possibilità da parte della banca o di un altro istituto finanziario di vendere uno o più crediti deteriorati a un prezzo scontato a un investitore terzo specializzato nella gestione e nel recupero degli NPLs, permette alle banche di liberare dai propri bilanci attivi deteriorati, garantendosi l'immediato recupero (seppur parziale) dell'investimento. Gli strumenti che il mercato secondario degli NPLs mette a disposizione¹¹ consente alle banche di trasferire il rischio associato a questi prestiti a investitori meglio attrezzati a gestirli, oltre che a recuperare capitale che verrà utilizzato per fornire altri crediti, garantendo così liquidità al mercato del debito e riducendo il rischio del sistema finanziario. D'altra parte, gli investitori, complice la loro competenza in materia di recupero crediti e il prezzo scontato che hanno pagato per acquisire esposizioni non performanti, avranno la possibilità di generare un elevato ritorno sul loro investimento¹². Senza la possibilità di poter transare nel mercato secondario un credito deteriorato, la banca non ha altra scelta se non quella del recupero interno. Un istituto di credito, però, è un intermediario finanziario che si pone in mezzo tra chi possiede risorse finanziarie e chi invece ne ha bisogno, raccogliendo fondi attraverso i depositi di denaro del pubblico ed emettendo obbligazioni¹³. Ciò vuol dire che per sua natura una banca non possiede né le competenze né la struttura organizzativa per gestire internamente il recupero del credito e dunque è costretta ad affidarsi a un soggetto terzo, accettando però di mantenere l'attivo deteriorato sui propri libri contabili.

¹⁰ Banca Ifis. (2022). Mercato delle transazioni Npl e industria del servicing. Previsioni 2022-2024.

¹¹ All'interno del mercato secondario è possibile il recupero di NPLs attraverso la vendita diretta ad un investitore specializzato, la cartolarizzazione del credito e la creazione di asset management companies. European Systemic Risk Board. (2017). Resolving non-performing loans in Europe.

¹² CreditNews, *NPL: le linee guida della Commissione UE per il mercato secondario*, <https://www.creditnews.it/npl-linee-guida-mercato-secondario/#:~:text=Il%20mercato%20secondario%20dei%20prestiti,nel%20recupero%20di%20tali%20debiti..>

¹³ Banca d'Italia, *La funzione della banca*, <https://economiepertutti.bancaditalia.it/risparmiare/funzione-banca/#:~:text=Errori%20ricorrenti-,Caratteristiche,del%20pubblico%20ed%20emettendo%20obbligazioni..>

È il mutuo beneficio che la banca e l'investitore traggono in seguito alla transazione di crediti deteriorati a rendere questa pratica una delle più diffuse in ambito *restructuring*. Il *distressed debt investing* è una forma di investimento in imprese in difficoltà, che si trovano già o sono sulla via dell'insolvenza. Il target d'investimento del *distressed debt investor* sono aziende con fondamenti industriali solidi ma con problemi di flussi di cassa nel breve termine. L'obiettivo dell'investitore sarà acquistare il debito di queste società a un prezzo inferiore al suo valore nominale e ottenerne una rivalutazione del valore in seguito all'implementazione di soluzioni di workout, turnaround o di bancarotta¹⁴.

L'impatto che queste modalità d'investimento hanno sul sistema economico e finanziario del Paese è di estrema importanza in quanto garantiscono non solo il soddisfacimento del creditore originario, ma forniscono all'impresa in situazione di distress la possibilità di evitare l'estrema conseguenza della liquidazione che porterebbe all'inevitabile svalutazione dei suoi assets, rendendola di conseguenza una procedura concorsuale non conveniente a nessun stakeholders, che siano creditori, azionisti o il management.

La tesi è strutturata in 7 capitoli.

Il capitolo 1, dal titolo "*Il mondo degli investimenti*", servirà come introduzione al vasto campo degli investimenti in generale e fungerà anche da prefazione agli investimenti alternativi, cui fa parte il mondo del *distress investing*. Saranno fornite brevi spiegazioni sulle funzioni di un mercato finanziario e sugli attori che vi partecipano. Successivamente, verrà eseguita una panoramica degli strumenti finanziari negoziabili e delle strategie di investimento utilizzate per la costruzione di un portafoglio di titoli. Il capitolo si concluderà con la presentazione delle due principali categorie di asset riconosciute nell'ambito degli investimenti.

Il capitolo 2, dal titolo "*Aria di cambiamento: il mercato tradizionale e lo sviluppo di quello alternativo*", si concentrerà sull'ambito degli investimenti tradizionali e alternativi. Verrà prima analizzato il panorama degli assets tradizionali, con particolare enfasi su obbligazioni e azioni. Si esamineranno le motivazioni dietro la scelta tra queste due opzioni, considerando la sicurezza delle obbligazioni e il potenziale di crescita delle

¹⁴ M.J.P. Anson (2002). A Primer on Distressed Debt Investing, *The Journal of Private Equity*.

azioni. Verrà inoltre affrontata la correlazione tra il mercato azionario e obbligazionario, sottolineando la sua rilevanza per gli investitori e le banche centrali. Infine, si introdurrà il concetto di investimenti alternativi, evidenziando la gestione attiva, la diversificazione e la bassa correlazione con gli assets tradizionali come caratteristiche distintive. Si spiegherà come tali investimenti, spesso operanti nei mercati privati, offrano rendimenti superiori grazie alla scarsa liquidità e alla minore regolamentazione, spingendo gli investitori a utilizzare fondi specializzati.

Il capitolo 3, dal titolo “*Il distress investing*”, esplorerà la distinzione tra distress finanziario ed economico nelle imprese, introducendo l'approccio "conservativo" in situazioni di distress finanziario. Verranno esaminate opzioni di riorganizzazione aziendale per evitare la liquidazione, analizzando le cause del distress finanziario e sottolineando l'importanza di una struttura finanziaria ottimale e della gestione del capitale circolante. Il capitolo esaminerà indicatori e modelli per prevenire il distress finanziario. Si affronterà il *distress investing*, evidenziando opportunità e rischi futuri, inclusi aspetti come l'asimmetria informativa e la necessità di competenze specialistiche. Si esplorerà la struttura organizzativa dei fondi coinvolti, distinguendo tra *private equity* e *hedge funds*. Si proseguirà con un'analisi degli approcci attivi e passivi degli investitori nel distressed, con un focus sulla gestione attiva e sulle diverse strategie di investimento. Infine, il capitolo terminerà concentrandosi sul processo di ristrutturazione, illustrando strategie, implementazione di piani e valutazione delle imprese target.

Il capitolo 4, dal titolo “*Operatori italiani del distress investing*”, fornirà i risultati della fase di raccolta dei dati dei principali operatori del distressed che operano in Italia e dei loro rispettivi portafogli d'investimento in aziende in crisi.

Il capitolo 5, dal titolo “*Metodologia di ricerca*”, fornirà una panoramica della metodologia utilizzata per condurre la ricerca volta a esplorare il panorama degli operatori italiani del *distress investing* e le modalità d'investimento da essi implementate su specifici assets (aziende) in portafoglio.

Il capitolo 6, dal titolo “*Analisi del portafoglio di DeA Capital*”, presenterà l'analisi delle performance di *turnaround* di un fondo selezionato, con l'obiettivo di verificare gli esiti

delle ristrutturazioni e le modalità utilizzate per il riequilibrio della situazione finanziaria e operativa delle società.

Il capitolo 7, dal titolo “*Conclusioni e limiti della ricerca*”, sintetizzerà le principali conclusioni del lavoro di ricerca, delineando i risultati chiave e riconoscendo le relative limitazioni. Inoltre, fornirà spunti per la riflessione del lettore e suggerimenti per eventuali futuri studi nell'ambito trattato.

1. IL MONDO DEGLI INVESTIMENTI

Questo breve capitolo iniziale ha l'obiettivo di anticipare l'argomento principale di questo lavoro di tesi e si porrà come parte preliminare al mondo degli investimenti alternativi e, in particolar modo, a quello del *distress investing*. Verranno brevemente illustrate le funzioni di un mercato finanziario e i soggetti che operano al suo interno e successivamente si proseguirà con una breve rassegna degli strumenti finanziari che possono essere scambiati e delle strategie d'investimento adottate ai fini della costruzione di un portafoglio di titoli. Il capitolo terminerà con la presentazione delle due principali classi di assets riconosciute all'interno del mondo degli investimenti.

1.1. Il mercato finanziario

Ogni investimento, indipendentemente dalla tipologia e dal soggetto investitore (sia esso istituzionale o individuale), avviene grazie alla presenza di un mercato finanziario che non è nient'altro che un luogo, oggi per lo più virtuale ma anche fisico, nel quale è possibile scambiare strumenti finanziari. Un sistema finanziario, invece, è costituito da un insieme di mercati, da organi di vigilanza responsabili della loro regolamentazione e da soggetti (individui e istituzioni) che operano all'interno di tali mercati. Le funzioni di un sistema finanziario sono molteplici, così come lo sono le ragioni che lo rendono importante per il funzionamento dell'economia nel suo complesso.

Una delle funzioni del sistema finanziario è sicuramente quello di facilitare il flusso di risorse dalle unità in surplus a quelle in deficit, dai soggetti che sono nella posizione di poter prestare risorse finanziarie a quelli che le necessitano. Il trasferimento di risorse può avvenire in maniera diretta tra i due soggetti coinvolti, attraverso l'utilizzo di mercati organizzati o attraverso degli intermediari. La scelta di un approccio piuttosto che un altro ha chiaramente delle implicazioni in termini soprattutto di costi da sostenere e rischi da assumere.

Il processo di transazione di strumenti finanziari all'interno di un mercato favorisce anche liquidità e commerciabilità ai titoli scambiati, oltre a fornire un mezzo per effettuare pagamenti. Inoltre, la possibilità di comprare e vendere titoli con una certa rapidità permette agli investitori di diversificare facilmente il proprio portafoglio e di aggiustarlo ogni qualvolta lo si ritiene necessario, ad esempio in seguito a delle variazioni di rischio di uno o più assets in portafoglio. In questo senso la possibilità di poter gestire la ripartizione e il trasferimento dei rischi rappresenta una delle funzioni più importanti che il sistema finanziario offre.

Per quanto riguarda l'importanza che il sistema finanziario ha sullo sviluppo dell'economia, l'intuito suggerisce come la quantità di moneta in circolazione insieme a un sistema di pagamenti efficiente e a un mercato con un buon livello di liquidità e di commerciabilità dovrebbero favorire lo sviluppo della domanda di investimenti contribuendo, dunque, alla crescita economica di un paese¹⁵. Il condizionale, però, è dato dal fatto che lo studio della relazione esistente tra sviluppo finanziario e crescita economica è un tema particolarmente dibattuto sin dagli inizi del secolo scorso ed in merito al quale non mancano posizioni discordanti tra gli economisti.

1.2. Investitori, strumenti e strategie di investimento

Quando si parla di investitori all'interno di un mercato finanziario, questi possono essere soggetti individuali o istituzionali. Ciò che tendenzialmente distingue le due categorie è la modalità operativa e gli obiettivi di investimento. Nel primo caso, l'investimento avviene per conto proprio o di un altro soggetto, mentre nel secondo caso entrano in gioco intermediari finanziari che investono per conto di un gruppo di investitori. Poiché l'investitore individuale è tipicamente un soggetto poco sofisticato, ovvero finanziariamente poco acculturato (basti pensare che molti addirittura si affidano a consulenti in grado di assisterli), di conseguenza anche i suoi investimenti si concentreranno più su titoli a basso rischio, in grado dunque di generare bassi rendimenti.

¹⁵ P. Howells, K. Bain, *Financial Markets and Institutions*, UK, Pearson Education Limited, 5th Edition, 2007.

Tipicamente si tratta di persone spinte dal desiderio di protezione dei propri risparmi, di aumento del proprio patrimonio nel tempo e di generazione di reddito per far fronte ad esigenze di spesa. Gli investitori istituzionali, invece, sono spesso considerati investitori più sofisticati e le loro decisioni di investimento sono prese da team di professionisti¹⁶. Alcune tipologie di investitori istituzionali sono: fondi pensionistici, istituti di deposito (banche commerciali, associazioni di risparmio e prestito), compagnie di assicurazione, società di investimento regolamentate (fondi comuni e fondi chiusi), fondi speculativi etc.

Indipendentemente da chi fa l'investimento, gli strumenti finanziari a disposizione si dividono in due categorie a seconda dei diritti che l'investitore ha nei confronti di chi ha emesso lo strumento. Gli *strumenti di debito* conferiscono all'investitore il diritto di ricevere degli interessi, oltre al capitale prestato. Ne sono un esempio le obbligazioni. Si parla invece di *strumento di equity* quando l'investitore ha il diritto di ricevere dei dividendi dal soggetto che ha emesso il titolo. Un esempio sono le azioni ordinarie. Oltre a queste due categorie ne esiste un'ulteriore intermedia alle due precedenti: quella degli *strumenti di quasi equity*. Si tratta di strumenti ibridi in quanto offrono agli investitori la doppia opzione di rientrare del proprio capitale oppure di convertirlo in equity della società. Le obbligazioni convertibili, ad esempio, permettono all'investitore di poter convertire, sotto determinate circostanze, lo strumento di debito in strumento di equity¹⁷.

La fase di investimento non termina una volta creato il portafoglio di titoli ma continua attraverso la gestione di quest'ultimo. Scegliere se adottare una strategia *attiva* o *passiva* rileva elementi del carattere dell'investitore, in particolar modo relativi alla propria tolleranza al rischio e alla fiducia verso il mercato, che hanno ripercussioni sul rendimento globale del portafoglio di titoli. Se l'investitore decide di adottare una strategia attiva, dovrà allora utilizzare tecniche di previsione ed essere costantemente alla ricerca di informazioni utili per migliorare le performance del proprio portafoglio. Molto importante in questo caso sarà infatti riuscire a prevedere l'andamento di indicatori che

¹⁶ Business And Leaders, *Qual è la differenza tra investitori individuali e investitori istituzionali?*, <https://businessandleaders.it/2022/09/11/differenza-investitori-individuali-investitori-istituzionali/#:~:text=Investitore%20individuale%20%C3%A8%20colui%20che,di%20un%20gruppo%20di%20investitori..>

¹⁷ M J. P. Anson, F J. Fabozzi, F J. Jones, *The Handbook of Traditional and Alternative Investment Vehicles. Investment Characteristics and Strategies*, USA, John Wiley & Sons, Inc., 2011.

sono fondamentali per la determinazione del rendimento del titolo, ad esempio: utili e dividendi futuri, rapporto p/e ¹⁸, tassi d'interesse del mercato, spread del settore, tassi di interesse e tassi di cambio locali nel caso di titoli esteri. Una strategia di gestione passiva, invece, si basa sulla convinzione dell'investitore che il mercato sia efficiente e che dunque i prezzi dei titoli riflettano tutte le informazioni disponibili. È da qui che deriva il suo atteggiamento di fiducia e di affidamento nei confronti della diversificazione come unico strumento in grado di catturare le migliori condizioni di rendimento possibili nel mercato.

Per concludere questa parte introduttiva sui mercati finanziari, è importante sottolineare come nella maggior parte dei paesi sviluppati è ormai consuetudine ritenere le *azioni ordinarie*, le *obbligazioni*, la *liquidità* e il *real estate* come le quattro principali classi di assets. Inoltre, in ragione della loro maggior diffusione, queste quattro tipologie d'investimento vengono ulteriormente definite come «*classi di attività tradizionali*» o, più comunemente, come *investimenti tradizionali*. Di conseguenza, tutte le altre classi di assets che non sono state nominate rientrano all'interno delle «*classi di attività alternative*» o, più semplicemente, *investimenti alternativi*. Tra queste figurano il *private equity*, i *fondi speculativi (hedge funds)* e le *commodity*¹⁹. In realtà per quanto riguarda il settore del real estate esistono opinioni discordanti circa la classe di appartenenza. Alcuni autori lo considerano un investimento tradizionale mentre altri lo considerano alternativo. In questo caso, vista la non rilevanza ai fini del lavoro di tesi che andrò a svolgere e viste le valide e convincenti ragioni²⁰ che hanno spinto gli autori di un libro preso come

¹⁸ Indicatore economico dato dal rapporto tra il prezzo di mercato dell'azione e gli utili per azione della società.

¹⁹ F J. Fabozzi, Institutional Investment Management. Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications, USA, John Wiley & Sons, Inc., 2009.

²⁰ Le ragioni che hanno spinto gli autori del libro "The Handbook of Traditional and Alternative Investment Vehicles" a considerare il real estate come un investimento tradizionale sono due. Il primo motivo è che investire nel real estate è una pratica nata tanti anni fa quando ancora era molto diffuso tra re, regine e nobili misurare la propria ricchezza sulla base della quantità di proprietà che si possedeva. Gli investimenti in azioni e obbligazioni sono diventati i preferiti dagli investitori molti anni dopo quando la società è passata dall'età agricola a quella industriale e quindi quando le imprese per la produzione di beni e servizi necessitavano di risorse finanziarie. Il secondo motivo, invece, è dato dall'importanza del real estate come strumento d'investimento fondamentale che deve essere incluso all'interno di ciascun portafoglio diversificato. Gli asset alternativi, invece, nascono con l'obiettivo di diversificare il portafoglio azionario e obbligazionario in modo da ridurre il rischio complessivo, oltre che per ottenere maggior rendimenti.

Anson M J. P., Fabozzi F J., Jones F J., *op. cit.*

riferimento bibliografico a considerarlo come tradizionale, in questa tesi la categoria del real estate sarà considerata appartenente agli investimenti di tipo non alternativo.

2. ARIA DI CAMBIAMENTO: IL MERCATO TRADIZIONALE E LO SVILUPPO DI QUELLO ALTERNATIVO

Per gran parte del XX secolo la bontà di un investimento tendeva ad essere valutata su base individuale, ovvero esclusivamente sulla base dei flussi di cassa previsti per il titolo investito. Solo da metà 900 comincia a diffondersi una nuova filosofia di investimento che pone le sue radici sul meccanismo di diversificazione come elemento cardine da seguire per la costruzione del portafoglio di titoli “moderno”. Una filosofia che nasce dalla comprensione dei vantaggi che un mix di investimenti può portare in termini di rendimenti futuri attesi. Era chiaro, dunque, che il rischio associato a un titolo possa e debba essere misurato sulla base del rischio complessivo del portafoglio di titoli che si possiede. Un’azione o un bond ad elevata rischiosità, se considerati singolarmente potrebbero mettere a rischio l’investitore ma se inseriti all’interno di un portafoglio potrebbero ridurre la rischiosità totale proprio grazie alla loro capacità di fornire una maggior diversificazione²¹. Dal 1980 il settore degli investimenti ha subito un’evoluzione, guidata da cambiamenti normativi e di struttura di mercato e dalla crescente domanda di investitori alla ricerca di nuovi investimenti in grado di realizzare rendimenti difficilmente raggiungibili attraverso le tradizionali strategie di investimento in azioni, obbligazioni e nel real estate. Questi cambiamenti, avvenuti all’interno di un nuovo contesto di valorizzazione dello strumento della diversificazione, hanno portato a un ampliamento dei titoli disponibili per la negoziazione e delle strategie che possono essere impiegate, con conseguente crescita anche delle operazioni cosiddette «over-the-counter²²». È in questo panorama di forti cambiamenti che cominciano a svilupparsi

²¹ D.R. Chambers, K.H. Black, N.J. Lacey, *Alternative Investments: A Primer for Investment Professionals*, CAIA Association, 2018.

²² Operazioni eseguite all’interno di un mercato fuori borsa, non regolamentato.

nuove forme di investimento alternative a quelle tradizionali, chiamate per l'appunto «alternative investments»²³.

2.1. Investimenti tradizionali

Anche se l'introduzione e il titolo di questa tesi suggeriscono come il focus del lavoro sarà principalmente sul mondo degli investimenti in società in fase di distress finanziario e in particolar modo sui players di mercato specializzati in operazioni di «turnaround», prima di addentrarci sul mondo degli investimenti alternativi verrà fatta una breve rassegna sul settore degli investimenti in assets tradizionali in modo da poter comprendere meglio quali sono le ragioni che spingono gli investitori a scegliere il mercato tradizionale piuttosto che quello alternativo.

Come già anticipato precedentemente, gli investimenti preferiti dagli investitori sono quelli in titoli obbligazionari e azionari. I primi sono dei titoli di debito transati sul mercato che conferiscono all'investitore il diritto di ricevere delle somme di denaro con una certa frequenza prestabilita. I guadagni da questa forma di investimento derivano dal pagamento di interessi che vengono corrisposti periodicamente al possessore del titolo, da un eventuale guadagno in conto capitale quando il titolo scade, viene richiamato oppure viene venduto sul mercato e dal reinvestimento in altri strumenti finanziari dei flussi di cassa generati dall'obbligazione. I titoli azionari, invece, rappresentano una quota della proprietà della società e conferiscono all'investitore i diritti amministrativi e patrimoniali che spettano a ciascun socio. Quando si parla di diritti patrimoniali si fa riferimento alla quota degli utili della società quando questi vengono distribuiti sotto forma di dividendi, oltre ad una quota del patrimonio della società in caso di liquidazione. La forma di rendimento maggiore, però, deriva dalla vendita dei titoli azionari nel mercato e dunque dalla differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita in un momento temporale successivo²⁴.

²³ T. Schneeweis, R. Spurgin (1999). Traditional and Alternative Investments: Market Structure, Product Structure, and Security Design, *The Journal of Alternative Investments*.

²⁴ M J. P. Anson, F J. Fabozzi, F J. Jones, *op. cit.*

Scegliere se investire in obbligazioni o in azioni dipende molto dalla ragione che sta dietro l'investimento. È abbastanza risaputo che i titoli a reddito fisso (le obbligazioni), così come il contante, sono fonti di basso rendimento rispetto ai titoli azionari che, in linea di massima, sono investimenti più rischiosi. Dunque, investire nel contante o in obbligazioni diventa vantaggioso se l'orizzonte temporale dell'investimento è di breve periodo e ciò in ragione della loro capacità di fornire liquidità, reddito e protezione del capitale. Molto spesso i soggetti che emettono obbligazioni sono individui poco rischiosi e dunque affidabili nella prospettiva di rimborso del capitale prestato. Quando questi titoli vengono emessi dallo stato per ovvie ragioni il rischio di insolvenza è quasi nullo, mentre quando vengono emessi da società rischiose che a un certo punto della loro vita si trovano in una situazione di bancarotta, la loro caratteristica di configurarsi come titoli di debito permette al possessore dell'obbligazione di essere rimborsato prima degli azionisti. Inoltre, le obbligazioni sono facilmente vendibili sul mercato e la loro struttura obbliga l'emittente al pagamento periodico di tassi di interesse al possessore del titolo, garantendo in tal modo liquidità e un reddito all'investitore. Dunque, le ragioni che spingono gli individui ad allocare le proprie risorse in titoli obbligazionari piuttosto che in quelli azionari hanno a che vedere con la maggior sicurezza che questi titoli di debito sono in grado di garantire all'interno di un portafoglio. Si potrebbe infatti dire che alcuni investitori preferiscano rendimenti bassi o addirittura nulli o leggermente negativi rispetto alla paura di poter subire grosse perdite investendo in titoli estremamente più volatili e dunque altamente rischiosi. Ad esempio, gli investitori che durante il crollo del mercato azionario del 2008-2009 possedevano una buona percentuale di obbligazioni, hanno goduto di una buona protezione del proprio portafoglio. In quel periodo di forte crisi non solo le obbligazioni non hanno seguito il declino del mercato azionario, ma sono anche aumentate di valore. Questo fenomeno di apparente correlazione negativa tra il rendimento azionario e quello obbligazionario è stato oggetto di studi nel corso degli anni e data la sua importanza, soprattutto ai fini della costruzione di un portafoglio di assets efficiente e ai fini della gestione del rischio degli investitori, verrà brevemente trattato nel paragrafo seguente.

Investire nel mercato azionario, invece, risulta vantaggioso per i benefici che porta in termini di crescita del capitale, crescita del reddito e protezione dall'inflazione. Tutti benefici che possono essere ottenuti a discapito di un investimento in ottica di lungo periodo e di maggiori rischi dati dall'elevata volatilità che caratterizza tale mercato. Tutto

sommato, però, si tratta di rischi che possono essere gestiti se si adottano delle tecniche di diversificazione del portafoglio volte a ridurre la rischiosità complessiva. Tra queste vi è il possesso di un certo numero di azioni e la loro diversificazione settoriale, la scelta di investire in azioni «*value*» o «*growth*»²⁵ oppure quelle a piccola o grande capitalizzazione, con le prime che in seguito a diversi studi hanno dimostrato di superare nel lungo periodo il rendimento di quelle a grande capitalizzazione, anche se con una maggior volatilità. Ovviamente i benefici della diversificazione scompaiono in presenza di correlazione positiva tra i rendimenti di diverse classi di assets o di titoli transati all'interno dello stesso mercato azionario, come successo ad esempio durante la crisi finanziaria del 2008-2009. Un'altra tecnica d'investimento utile per incrementare i rendimenti attesi è quella del «*value investing*», che consiste nello sfruttare il divario esistente tra il valore dell'azione percepito e quello reale per acquistare titoli a un prezzo inferiore al loro valore intrinseco. Si tratta di una tecnica di successo ma che richiede pazienza nell'attendere il momento in cui il mercato riorganizzerà il prezzo dell'azione. A contribuire a ridurre i maggiori rischi che comporta investire in titoli azionari vi sono i dividendi distribuiti dalle società in portafoglio. Non solo nella maggior parte delle principali giurisdizioni i rendimenti azionari (dividendi e guadagni in conto capitale) sono tassati in maniera più favorevole rispetto a quelli obbligazionari, ma vi sono anche evidenze empiriche che dimostrano come i dividendi siano superiori in un contesto di bassi tassi d'interesse, oltre ad avere una volatilità inferiore a quella dell'intero mercato azionario²⁶.

²⁵ Le azioni *value* presentano un potenziale di crescita basso e per questo sono tipicamente vendute a un prezzo inferiore a quanto valutate dal mercato. Le azioni *growth*, invece, hanno un'aspettativa di crescita alta e dunque presentano tipicamente una valutazione superiore a quella attribuita dal mercato.

²⁶ M. H. Daniell, T. McCullough, *Family Wealth Management*, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., 2013.

2.1.1. Correlazione tra i rendimenti azionari e obbligazionari

Comprendere la possibile correlazione esistente tra i rendimenti del mercato azionario e quello obbligazionario è importante non solo per gli investitori ma anche per le banche centrali. Riuscire a capire le ragioni che determinano un movimento congiunto del prezzo delle azioni e delle obbligazioni permette agli investitori di formulare e adottare strategie di gestione del rischio volte a costruire un portafoglio di titoli quanto più efficiente possibile. Inoltre, conoscere le cause che spingono i titoli da una parte o dall'altra diventa molto importante anche ai fini della politica monetaria. Le banche centrali, infatti, potrebbero usufruire delle informazioni nascoste all'interno del prezzo dei titoli per comprendere quelle che sono le aspettative di crescita e di inflazione degli operatori di mercato, e alla luce di ciò sfruttare gli strumenti a disposizione per prevenire possibili situazioni dannose per l'economia globale.

Magnus Andersson, Elizaveta Krylova e Sami Vähämaa, rispettivamente impiegati nelle divisioni “Mercati dei capitali e struttura finanziaria” e “Investimenti” della Banca centrale europea e professore del Dipartimento di contabilità e finanza dell'Università di Vaasa, hanno condotto una ricerca volta a esaminare l'impatto delle possibili forze che causano la variabilità nel tempo della correlazione tra i rendimenti azionari e obbligazionari. La ricerca ha concentrato la sua attenzione su tre possibili variabili che influenzano i movimenti congiunti tra azioni e obbligazioni: aspettative di inflazione e di crescita economica e incertezza percepita sul mercato azionario.

Il motivo che sta dietro la scelta di considerare le aspettative piuttosto che i valori attuali come variabili di interesse sta nel fatto che i prezzi dei titoli non sono nient'altro che un riflesso delle sensazioni e delle aspettative degli operatori di mercato. La ricerca è stata condotta raccogliendo i dati dei rendimenti delle azioni e delle obbligazioni dei tre mercati finanziari più grandi, nonché delle tre principali economie: USA, UK e Germania. L'impatto delle variabili è stato esaminato attraverso la raccolta mensile di dati circa le aspettative degli operatori sull'inflazione e la crescita economica, mentre per catturare l'incertezza del mercato sono stati utilizzati degli indici di volatilità implicita. I risultati empirici di questa ricerca hanno dimostrato l'esistenza di una correlazione tra i rendimenti

delle azioni e quelle delle obbligazioni variabile nel tempo. Infatti, sebbene la maggior parte delle volte la correlazione si è dimostrata positiva, ci sono stati dei periodi in cui sono stati registrati dei disaccoppiamenti tra i prezzi dei due titoli. In generale la ricerca è riuscita ad osservare come azioni e obbligazioni tendono a muoversi nella stessa direzione nei periodi di aspettative di inflazione elevate, mentre periodi di correlazione negativa sono stati osservati in momenti di aspettative inflative basse. Inoltre, i risultati hanno anche dimostrato come nei periodi di incertezza attesa del mercato, misurata tramite indici di volatilità implicita, la correlazione tra azioni e obbligazioni diventi negativa. Questo risultato è consistente con il cosiddetto fenomeno del “*flight-to-quality*”, secondo cui i capitali vengono spostati continuamente dagli assets più rischiosi a quelli più sicuri. Infine, i dati raccolti non hanno permesso di trovare una possibile relazione sistematica tra i rendimenti delle azioni e delle obbligazioni al variare delle aspettative di crescita economica.

Le ragioni per cui le aspettative di inflazione e l’incertezza attesa del mercato hanno un impatto sui rendimenti sono legate alle variabili che determinano i prezzi dei titoli. La teoria afferma che il prezzo di un asset è determinato dal valore attuale dei flussi di cassa futuri scontati da un opportuno tasso di sconto. Nel caso delle obbligazioni i flussi di cassa sono rappresentati dalle cedole corrisposte annualmente e dal valore nominale rimborsato alla scadenza, mentre nel caso delle azioni dai dividendi futuri attesi. Il tasso di sconto, invece, deve essere tale da riflettere le aspettative di inflazione e di crescita a lungo termine e il premio per il rischio richiesto dagli investitori. Dunque, se da una parte si ha la certezza che in caso di aspettative inflative il tasso di sconto aumenti riducendo di conseguenza il prezzo delle obbligazioni, dall’altra rimane il dubbio sull’effetto che questo incremento possa avere sui titoli azionari. Infatti, se addirittura il tasso di crescita atteso dei dividendi e il tasso di sconto aumentano in misura uguale, questi si compensano a vicenda mantenendo costante il prezzo del titolo. Le evidenze empiriche in realtà dimostrano che in caso di aspettative di inflazione elevate il tasso di sconto performato più del tasso di crescita dei dividendi, portando dunque a una riduzione del prezzo. Invece, in caso di aspettative inflative basse quello che si osserva è una correlazione negativa tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari. Infine, cambiamenti sulla percezione del rischio dell’asset in portafoglio portano inevitabilmente a un cambiamento della componente del tasso di sconto legata al premio per il rischio. Infatti, in periodi di

turbolenza dei mercati finanziari gli investitori sono più propensi a spostare i propri capitali fuori dal mercato azionario, portando di conseguenza a un aumento del prezzo delle obbligazioni e a una riduzione di quello delle azioni²⁷.

2.2. Investimenti alternativi

Riuscire a dare in maniera univoca una definizione di investimento alternativo non è affatto semplice. La definizione “per esclusione” che è stata data nel capitolo precedente, secondo cui tutti gli investimenti che non sono tradizionali (azioni, obbligazioni, liquidità e real estate) sono da considerarsi alternativi, è uno dei tanti modi possibili per chiarirne il significato ma è anche il più fuorviante, vista la diffusa concezione di considerare in realtà gli assets alternativi come un sottoinsieme di una classe di assets già esistente. Inoltre, anche l’esercizio di considerare il private equity, gli hedge funds e le commodities come le tre principali categorie di assets non tradizionali lascia il tempo che trova e deve essere visto semplicemente come uno strumento utile per la comprensione dello spettro di investimenti alternativi esistenti. Questo perché spesso quello che accade è che i fondi speculativi detengono in portafoglio investimenti in private equity o in commodity, causando di conseguenza una sovrapposizione di classi di assets. Dunque, alla luce di queste considerazioni si può affermare che non è il tipo di asset a identificare l’investimento come tradizionale o alternativo, quanto piuttosto sono le strategie che vengono perseguite dagli investitori per realizzare un certo rendimento. Queste sono teoricamente infinite, ma tutte si basano su due importanti capisaldi. Il primo è che gli investimenti devono essere gestiti attivamente, ovvero implementando delle strategie che possano permettere di realizzare una combinazione di rischio-rendimento superiore, difficilmente ottenibile investendo in assets tradizionali. Il secondo è che bisogna investire seguendo una logica tattica e non strategica, ovvero in un’ottica di breve periodo e con l’obiettivo di massimizzare i rendimenti grazie alla diversificazione e all’abilità dell’asset manager di riuscire a trarre vantaggio dalle attuali condizioni di

²⁷ M. Andersson, E. Krylova, S. Vähämaa (2008). Why does the correlation between stock and bond returns vary over time?, *Applied Financial Economics*, Vol. 18.

mercato più favorevoli a una tipologia di asset piuttosto che a un'altra. Una strategia passiva, focalizzata sull'acquisto e la detenzione di titoli nel tentativo di ottenere una combinazione rischio-rendimento obiettivo, e un'allocazione degli assets strategica, dove non sono le condizioni attuali di mercato ad essere importanti ma l'avversione al rischio dell'investitore per cercare di costruire un portafoglio di titoli a lungo termine in grado di restituire un rendimento obiettivo, sono fattori determinanti per chi intende investire in assets tradizionali.

In realtà le strategie implementate dagli investitori non sono l'unico elemento di diversificazione degli investimenti alternativi da quelli tradizionali. Infatti, spesso gli assets alternativi sono considerati sinonimi di diversificatori o di prodotti a rendimento assoluto grazie alla loro caratteristica di realizzare rendimenti per nulla o leggermente correlati con quelli dei titoli tradizionali. Questo importante tratto distintivo rende questi assets strumenti finanziari perfetti per chi intende diversificare il proprio portafoglio con l'obiettivo di ridurre il rischio complessivo senza dover necessariamente accettare una riduzione del rendimento atteso. È anche grazie a questa assenza di correlazione che gli investimenti alternativi sono in grado di generare un binomio rischio-rendimento superiore a quello realizzabile investendo in azioni o obbligazioni. Inoltre, gli investimenti non tradizionali vengono solitamente²⁸ realizzati in mercati privati, cioè al di fuori di qualsiasi borsa. Il fatto di operare all'interno di mercati non regolamentati porta con sé delle conseguenze che si riflettono sulla rischiosità dei titoli che vengono scambiati e dunque su un maggiore premio per il rischio chiesto dagli investitori per la detenzione di queste tipologie di assets. In un mercato privato la liquidità è bassa poiché ci si trova ad operare all'interno di un contesto con pochi partecipanti. Ciò implica delle difficoltà non solo nel riuscire a trovare la controparte disposta ad effettuare uno scambio ma anche nel riuscire a condurre la contrattazione verso un esito positivo, che coincide con la determinazione del prezzo del titolo scambiato. Il fatto che i prezzi di mercato sono frutto di una negoziazione tra le controparti significa che non riflettono le informazioni disponibili e che dunque il prezzo pattuito non avrà molto valore informativo. Di conseguenza, operare in mercati poco competitivi e meno efficienti renderà più probabile

²⁸ Mentre le società di private equity e i fondi speculativi tipicamente operano in mercati privati, gli investimenti in commodities sono realizzati in borsa.

la comparsa di opportunità di arbitraggio e di rendimenti superiori. Infine, nei mercati non regolamentati il livello di protezione offerto a ciascun investitore è decisamente più basso di quello che si riscontra nel mercato pubblico. Gli alti costi di transazione, dovuti all'inefficienza e alla poca liquidità del mercato, la poca protezione offerta agli investitori e le innumerevoli e complesse strategie d'investimento possibili, fanno sì che l'ingresso nel mercato degli assets alternativi avviene solitamente tramite dei fondi d'investimento specializzati che provvederanno a stabilire con i propri investitori un meccanismo di distribuzione dei proventi secondo uno schema di tipo *waterfall*, la cui struttura si differenzia da quella utilizzata per gli investimenti in assets tradizionali²⁹.

²⁹ D.R. Chambers et al., *Alternative Investments*, USA, CAIA Association, 3rd Edition, 2015.

3. IL *DISTRESS INVESTING*

Una volta appurato che non è la tipologia di asset su cui si decide di investire a configurare l'investimento come alternativo ma piuttosto la strategia che viene perseguita per ottenere un rendimento, l'investimento in aziende in distress finanziario, molto diffuso negli hedge funds e nelle società di private equity, fa parte dell'ampio ventaglio di opportunità che il mondo dell'alternative investments offre a coloro che intendono realizzare determinati rendimenti.

Da qui in avanti la tesi si focalizzerà sul *distress investing*, con l'obiettivo di fornire una panoramica chiara su quali siano le ragioni che rendono questa tipologia di investimento particolarmente profittevole in caso di esito positivo, sugli attori coinvolti e sulle strategie che vengono implementate per creare valore all'exit.

3.1. Distress finanziario vs distress economico

Tutte le imprese, per poter generare dei profitti ed essere in grado di continuare la propria attività operativa anche in futuro, devono essere in grado di sostenere dei costi che possono avere origine dall'attività operativa (ad esempio quelli per l'acquisto delle materie prime), dall'attività finanziaria (come i costi legati ai debiti contratti) o possono anche avere una natura più straordinaria (nel caso di multe). A volte può accadere che alcune imprese manifestino una difficoltà nel riuscire a adempiere ai pagamenti che man mano sono tenute a saldare (interessi, tasse, stipendi, debiti commerciali etc.). Quando non si dispone della cassa sufficiente per far fronte a queste spese o, più in generale, non si riescono a rispettare le scadenze dei pagamenti, l'azienda si trova in una situazione di tensione finanziaria. È importante non confondere il distress finanziario con quello economico che, a differenza di quello finanziario, si manifesta quando l'impresa non è in grado di sfruttare efficientemente gli assets di cui dispone per riuscire a generare un livello profitto tale da rendere sostenibili gli investimenti realizzati, o addirittura a pagare parte delle risorse umane impiegate. Entrambe le tipologie di distress possono coesistere,

così come possono presentarsi da sole o ognuna essere la causa dell'altra³⁰. Esistono imprese che presentano un buon *EBITDA* ma un *cashflow statement* insufficiente (basti pensare ad esempio a imprese altamente competitive ma con una cattiva gestione del capitale circolante), ma anche, più semplicemente, imprese con basso margine operativo che per questa ragione entrano in distress finanziario. Da un punto di vista più generale, si può concludere che il distress finanziario è il risultato di uno squilibrio tra l'attivo circolante e gli obblighi correnti che derivano dai contratti stipulati. Questa definizione rende l'idea di quali siano le uniche due strade che possono essere intraprese per tentare di cancellare tale squilibrio: la ristrutturazione dell'attivo o dei contratti finanziari (o di entrambi)³¹.

3.2. Un approccio “conservativo” che soddisfa tutti

Quando un'azienda si trova ad affrontare una situazione di distress finanziario la cui gravità ne minaccia la continuità operativa nel futuro, le strade che questa può percorrere sono due: tentare una riorganizzazione aziendale attraverso procedure giudiziali o extra giudiziali volte alla risoluzione della crisi d'impresa o liquidare tutti i suoi assets attraverso un'asta competitiva. La liquidazione non è necessariamente qualcosa da evitare a tutti i costi, ma è una soluzione che di solito viene considerata quando la ristrutturazione non permette di preservare il valore dell'azienda e soprattutto non garantisce ai creditori un recupero del debito superiore a quello che avrebbero ottenuto in caso di liquidazione. Nel corso di un'asta gli assets sono tendenzialmente venduti ad un prezzo inferiore al loro reale valore, ovvero al prezzo che avrebbero se fossero venduti per svolgere le funzioni per i quali sono stati progettati. La differenza tra il prezzo di vendita e il valore del bene nel suo miglior utilizzo esiste perché spesso gli assets di un'azienda sono *illiquidi*, ovvero non sono facilmente reimpiegabili in quanto piuttosto specializzati. Ciò significa che la competitività tra potenziali acquirenti all'interno di un'asta si riduce e aumenta la

³⁰ K. A. Danilov (2014). *Corporate Bankruptcy: Assessment, Analysis and Prediction of Financial Distress, Insolvency, and Failure*, MIT Sloan School of Management.

³¹ K. John (1993). *Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities: A Survey and a Research Agenda*, *Financial Management Association International*, v. 22, n. 3.

probabilità di essere costretti a vendere a soggetti che dovranno cercare di farne un uso alternativo. È proprio questa perdita di efficienza una delle cause che tende a svalutare il valore degli attivi riducendo, di conseguenza, il valore di recupero dei creditori. Inoltre, se la crisi dell'impresa è causata da un periodo di forte distress finanziario del settore di appartenenza, è molto probabile che anche i potenziali acquirenti dello stesso settore si troveranno in una analoga situazione di difficoltà, rendendo dunque improbabile ogni loro tentativo di raccogliere risorse per poter partecipare all'asta. Tuttavia, anche se fossero in grado di sostenere un tale investimento, l'antitrust e altre normative governative potrebbero impedire loro di acquistare le attività liquidate dei concorrenti. Alla fine, dunque, gli assets verrebbero venduti ad acquirenti di altri settori che, non avendo competenze specifiche, dovranno non solo assumere specialisti per gestirli al meglio ma anche accettare il rischio di attribuirgli una valutazione più alta del loro reale valore³². Inoltre, l'esigenza di dover vendere per soddisfare i creditori, l'incertezza sulla variabilità del valore di mercato degli assets e sui tempi che ci vorranno per portare a termine il processo di liquidazione e i costi legali, amministrativi e di marketing che devono essere sostenuti per realizzare un'asta sono tutti elementi che possono portare a prezzi di vendita inferiori al valore di mercato. Solo nel caso di vendita degli assets in *going concern*, ovvero di liquidazione non frammentaria, si può garantire la preservazione del valore aziendale o quantomeno ridurre l'effetto svalutativo³³.

Dunque, considerando i rischi che si corrono in caso di liquidazione in termini di svalutazione importante degli assets e conseguente riduzione del valore di recupero per i creditori, appare sensato da parte dell'impresa e non solo spingere affinché vengano prese in considerazione strade alternative per la risoluzione della crisi d'impresa. In questo senso, l'esistenza di investitori disposti a fornire liquidità e competenze al servizio di imprese in tensione finanziaria in modo da supportarle nella fase di ristrutturazione, è una grossa opportunità non solo per l'impresa stessa ma anche per i suoi creditori. Il titolo del paragrafo, che identifica il *distress investing* come una modalità d'investimento con un approccio "conservativo", evidenzia la peculiarità di questo mercato che si è sviluppato

³² A. Shleifer, R. W. Vishny (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *The Journal of Finance*, v. 47, n. 8.

³³ B. E. Eckbo, K. S. Thorburn (2008). Automatic bankruptcy auctions and fire-sales, *Journal of Financial Economics*, v. 89.

particolarmente negli ultimi anni: la capacità di contribuire alla continuità aziendale, preservandone il valore degli assets e fornendo ai suoi creditori la possibilità di ottenere un recupero del debito superiore a quello che avrebbero ottenuto in caso di liquidazione.

3.3. Prevenire il *distress*: survey della letteratura

3.3.1. Da un approccio qualitativo a uno quantitativo

Nonostante una situazione di distress finanziario non porti di default al fallimento dell'impresa, è anche vero che un significativo e costante declino nel tempo della performance finanziaria potrebbe portare gli stakeholder a subire delle pesanti perdite, rendendo vano ogni loro tentativo di generare un rendimento dall'investimento realizzato. Diventa quindi particolarmente importante riuscire a individuare degli indicatori che sono in grado di anticipare una possibile situazione di distress, così da permettere al management di poter intervenire tempestivamente cercando di evitarla o quantomeno ridurne l'impatto che potrebbe avere sulla performance operativa e finanziaria dell'impresa. Vista l'importanza per la salute dell'intero sistema economico, lo studio sulla previsione del distress finanziario è stato un tema particolarmente dibattuto nel corso degli anni da accademici e professionisti e la ricerca ha portato all'individuazione di indici e modelli in grado di fornire segnali di allarme precoce sullo stato di salute finanziaria dell'impresa. La consapevolezza dell'importanza e dell'efficacia delle misure quantitative come fattori determinanti per la valutazione della performance aziendale nasce solo a partire dagli anni '30 quando degli studi sui presagi del fallimento hanno evidenziato come imprese in condizioni di distress presentassero degli indicatori significativamente diversi rispetto alle imprese in buona condizione di salute. Molte di queste indagini hanno concordato sul fatto che indicatori che misurano la solvibilità, la liquidità e la redditività possano essere definiti quelli più significativi ai fini della valutazione. Tuttavia, prima dell'utilizzo di indicatori come fattori di presagio del distress la valutazione della performance finanziaria aziendale e, in particolar modo, la stima della

probabilità di insolvenza dell'impresa veniva affidata alle agenzie di rating³⁴ le quali, beneficiando di informazioni non disponibili al pubblico e di interazioni con il top management, erano in grado di assegnare un rating alle obbligazioni assunte dall'impresa attraverso una scala di valori alfabetica in grado di rappresentare la capacità di una società di riuscire a pagare o meno i propri debiti. Questo metodo qualitativo in realtà è tutt'oggi utilizzato e le principali agenzie di rating sono Fitch Investors Service, Moody's e Standard & Poor's³⁵.

Fino al 2007 i modelli sviluppati erano fortemente limitati in quanto tutti basati su osservazioni a livello d'impresa. La crisi finanziaria di inizio anni 2000 e il conseguente fallimento di numerose imprese globali hanno evidenziato la necessità di modelli di previsione più accurati, in grado di valutare la probabilità di insolvenza sulla base anche del contesto macroeconomico in cui l'azienda si trova inserita³⁶. Khoja (2019) condusse uno studio nel quale, attraverso una tecnica di riduzione di tipo *MDS (Multidimensional Scaling)*, cercò di comprendere i possibili effetti sullo stato di salute finanziaria di un'impresa non solo delle variabili contabili ma anche di quelle macroeconomiche e di settore. Dunque, adottando una prospettiva multilivello ciò di cui si accorse è che fattori come il tasso di inflazione, il tasso di interesse, la liquidità del mercato azionario, il tipo di legislazione (in particolare i diversi codici fallimentari) e le dimensioni del governo hanno un impatto sul tasso di fallimento delle imprese³⁷.

³⁴ E. I. Altman (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *The Journal of Finance*, v. 23, n. 4.

³⁵ Borsa Italiana, *Rating: significato e funzionamento delle Agenzie di Rating*, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm#:~:text=Il%20rating%20%C3%A8%20assegnato%20contrassegnando,%C3%A8%20comunque%20una%20scala%20alfabetica..>

³⁶ M. H. Tinoco, P. Holmes, N. Wilson (2017). Polytomous response financial distress models: The role of accounting, market and macroeconomic variables, *International Review of Financial Analysis*.

³⁷ L. Khojaa, M. Chipulub, R. Jayasekera (2019). Analysis of financial distress cross countries: Using macroeconomic, industrial indicators and accounting data, *International Review of Financial Analysis*.

3.3.2. *Determinanti del distress finanziario*

Le cause che potrebbero portare un'impresa al distress finanziario sono molteplici e possono essere raggruppate all'interno di due macrocategorie in base al contesto in cui queste hanno origine: fattori specifici di un'impresa e fattori legati all'ambiente esterno. C'è da dire che i fattori esterni praticamente non sono mai gli unici responsabili della cattiva performance finanziaria di un'azienda che, invece, ha sempre inizio a causa di inefficienze gestionali ed operative interne³⁸.

Tra le varie cause di distress che possono avere origine all'interno dell'azienda, Moyer (2005) ha identificato la qualità del management come un elemento chiave per poter preservare lo stato di salute dell'impresa. Quando in un settore il livello di concorrenza si alza (ad esempio a causa dell'entrata di nuovi competitors), se le imprese più consolidate non riescono ad accrescere o quantomeno mantenere intatto il loro potere contrattuale all'interno di un nuovo contesto più competitivo, potrebbero vedere le loro vendite subire un forte declino che alla lunga rischia di creare problemi di insolvenza. Un risultato simile potrebbe accadere anche nel caso di imprese con una domanda di prodotti o servizi alta ma con un business plan non realistico in cui la reale profittabilità è ben al di sotto di quella stimata e non sufficiente a finanziare la propria *capital structure*, causando di conseguenza seri problemi di liquidità all'azienda. Anche passività inaspettate non legate al debito (ad esempio cause per illeciti civili) o la presenza di un management non all'altezza o di top manager con incentivi disallineati con quelli degli azionisti potrebbero portare a delle situazioni di distress³⁹.

La qualità del management oltre ad incidere sulla gestione operativa dell'impresa potrebbe avere ripercussioni anche sul lato finanziario, ad esempio in seguito a delle decisioni non adeguatamente ponderate che potrebbero portare l'azienda a ritrovarsi con una struttura di capitale inadeguata per la redditività che i suoi assets sono in grado di generare. Avere un mix ottimale di debito ed equity diventa fondamentale visto che il

³⁸ K. A. Danilov, *op. cit.*

³⁹ S. G. Moyer, *Distressed Debt Analysis: Strategies for Speculative Investors*, USA, J. Ross Publishing, 2005.

sovra indebitamento è probabilmente la fonte principale del rischio di bancarotta. Modigliani e Miller (1958) hanno dimostrato come il peso degli oneri finanziari che un'impresa deve sostenere comportino non solo un maggior rischio di default, che si traduce in un maggior rendimento per gli azionisti, ma anche un aumento della variabilità del ROE. Ciò vuol dire che in condizioni pessimistiche (ottimistiche) le cose andranno molto peggio (molto meglio) per l'impresa indebitata rispetto a quella interamente finanziata con equity. Dunque, per sfruttare il vantaggio fiscale del debito bisogna tenere a mente che esiste un tasso ottimale di indebitamento che coincide con il punto in cui il valore attuale dei costi di bancarotta eguagliano il valore attuale dei benefici del debito dati dallo scudo fiscale⁴⁰.

L'inadeguatezza della leva finanziaria può essere vista anche sotto l'aspetto del rischio di illiquidità che potrebbe portare alla società. Sia gli assets che il debito di un'impresa hanno una loro *maturity*. Nel primo caso può essere intesa come il tempo necessario affinché gli attivi possano generare flussi di cassa in ingresso, mentre nel secondo caso coincide con la data in cui il debito deve essere completamente rimborsato. Il rischio di illiquidità si manifesta nel momento in cui la maturity degli assets è più lunga di quella del debito. Se un macchinario con una vita utile di 10 anni venisse acquistato con un prestito con scadenza a 2 anni, l'impresa avrebbe bisogno di nuovi fondi per pagare l'attivo acquistato. Ma se questi fondi non dovessero essere disponibili, allora l'azienda potrebbe entrare in distress finanziario⁴¹. Un indicatore molto utilizzato dalle banche per valutare il rischio di credito è dato dal rapporto *Net debt/EBITDA*. Un valore superiore a 5-6 farebbe scattare un campanello di allarme ai creditori in quanto significherebbe che l'impresa potrebbe riuscire a ripagare i suoi debiti in circa 5-6 anni. Un orizzonte temporale di questo tipo ridurrebbe la probabilità dell'azienda di riuscire ad assolvere ai propri obblighi finanziari entro determinate scadenze, aumentandone di conseguenza il rischio di insolvenza⁴².

⁴⁰ F. Modigliani, M. H. Miller (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, v. 48, n. 3.

⁴¹ J. R. Morris (1976). On Corporate Debt Maturity Strategies, *The Journal of Finance*, v. 31, n. 1.

⁴² E. Luciano (2022), slide del corso Mercati, rischi e strumenti finanziari.

Oltre a una capital structure adeguata anche la gestione del capitale circolante è importante per proteggere l'impresa dal distress. Oseifuah (2016) ha condotto uno studio per valutare l'impatto di una gestione efficiente del capitale circolante sulla redditività dell'azienda (in termini di *ROA*), con l'obiettivo di validare la teoria del *Cash Conversion Cycle (CCC theory)* secondo cui:

- 1) Esiste una relazione negativa tra la gestione del capitale circolante e la redditività dell'impresa;
- 2) Esiste una relazione negativa tra il periodo di conversione del magazzino e la redditività;
- 3) Esiste una relazione negativa tra il periodo di conversione dei crediti e la redditività;
- 4) Esiste una relazione positiva tra il periodo di dilazione dei debiti e la redditività.

Lo studio è stato condotto attraverso un'analisi di regressione su dei dati raccolti da un campione di 75 imprese non finanziarie quotate nella più grande borsa valori dell'Africa e ha prodotto dei risultati che hanno dimostrato come una gestione efficiente del capitale circolante porti a un aumento della liquidità e della redditività dell'impresa, aumentandone di conseguenza il valore di mercato e riducendone il rischio complessivo. Da questo studio emerge come il management debba concentrare parte dei loro sforzi nell'ottenere un ciclo di conversione in cassa breve, la cui strategia deve mirare sull'accelerazione degli incassi e sul rallentamento degli esborsi attraverso una riduzione del tempo di permanenza del prodotto finito in magazzino, un aumento della dilazione temporale di pagamento dei debiti commerciali e una riduzione della dilazione dei crediti commerciali⁴³. I due indicatori tradizionali per misurare la liquidità di un'impresa sono il *current ratio (CR)* e il *quick ratio (QR)*, rispettivamente dati dal rapporto:

$$CR = \frac{\text{Current assets}}{\text{Current liabilities}}$$

$$QR = \frac{(\text{Current assets} - \text{inventory})}{\text{Current liabilities}}$$

Mentre è assodato che il CR e il QR non debbano restituire valori inferiori ad uno, in quanto ciò significherebbe che l'azienda sta finanziando degli assets a lungo termine con

⁴³ E. K. Oseifuah (2016). Cash Conversion Cycle theory and corporate profitability, *Journal of Accounting and Management*, v. 6, n. 3.

delle passività a breve termine⁴⁴, ciò che non è noto è quale debba essere il limite superiore di questi rapporti in quanto la letteratura sostiene che esistono delle differenze nei valori che questi indicatori possono assumere per imprese appartenenti a settori diversi. Un CR pari a due implica delle probabilità di fallimento diverse a seconda del settore in cui l'azienda si trova ad operare⁴⁵.

L'idea che ridurre il CCC possa essere una buona strategia per migliorare la gestione del capitale circolante non è del tutto veritiera secondo Nobanee et al. (2014). Nello studio da loro condotto è stato testato l'impatto della gestione del capitale circolante sulla redditività e sulla liquidità dell'impresa e sono state proposte delle misure più accurate rispetto a quelle tradizionali rappresentate dal CR e dal QR ritenute inadeguate e fuorvianti per valutare la liquidità dell'azienda. Tra le varie misure proposte, le due più complete sono il CCC e il *net trade cycle*:

$$CCC = DOI + DSO - DPO \quad \text{Net trade cycle} = \frac{(\text{Inventory} + \text{Receivables} - \text{Payables})}{\text{Sales}} \times 365$$

Dove:

$$DOI = \frac{\text{Inventory}}{\text{Raw materials}} \times 365; \quad DSO = \frac{\text{Receivables}}{\text{Net Sales}} \times 365; \quad DPO = \frac{\text{Payables}}{\text{COGS}} \times 365$$

Il DOI rappresenta il tempo medio che l'azienda impiega per vendere l'inventario, il DSO è il tempo medio impiegato dall'azienda per riscuotere i crediti dai clienti e il DPO rappresenta mediamente il tempo che l'azienda impiega per pagare i propri debiti commerciali. In definitiva, il CCC non è nient'altro che una misura del tempo medio in cui il denaro rimane immobilizzato nelle varie fasi del processo commerciale. Il *net trade cycle* è una misura molto simile al CCC, con la differenza che è molto più semplice da calcolare in quanto le tre voci al numeratore sono calcolate come percentuale delle vendite.

Lo studio è stato condotto su un campione di 5802 imprese statunitensi non finanziarie quotate e non in varie borse nel periodo 1990-2004. Mentre si è portati a pensare che una

⁴⁴ H. Nobanee, M. AlHajjar (2014). An Optimal Cash Conversion Cycle, *International Research Journal of Finance and Economics*.

⁴⁵ W. H. Beaver (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure, *Journal of Accounting Research*, v. 4.

riduzione del CCC possa giovare alla liquidità e alla redditività dell'impresa, i risultati empirici in realtà evidenziano come ciò non sia sempre vero. Ridurre eccessivamente il tempo di immobilizzazione del denaro nelle varie fasi del processo commerciale potrebbe portare all'insorgenza di costi tali da danneggiare la redditività dell'azienda. Ridurre troppo il periodo di conversione del magazzino aumenta la probabilità di ritrovarsi con una carenza di scorte che possono portare a cali di profitto. Ridurre oltre una certa soglia il tempo medio per la riscossione dei crediti commerciali potrebbe portare l'impresa a perdere i suoi creditori più affidabili, a subire perdite dai crediti inesigibili o a sostenere troppi costi in seguito agli sconti offerti ai clienti che pagano in anticipo. Anche l'eccessivo allungamento del tempo medio per pagare i propri debiti commerciali potrebbe danneggiare la reputazione creditizia dell'azienda. Dunque, il livello di CCC ottimale si può ottenere solo raggiungendo un DOI, un DSO e un DPO ottimale, che coincidono con i punti in corrispondenza del quale i costi totali sono minimi. Lo studio ha anche permesso di verificare l'impatto sulla performance aziendale di altre possibili variabili e i risultati hanno dimostrato come una crescita del quick ratio è negativamente correlato con la performance dell'impresa, una crescita delle vendite è positivamente correlate con la performance mentre il rapporto *Total debt/Equity* non è significativamente correlato con la redditività⁴⁶.

Sposandoci sul lato delle cause del distress che hanno origine a seguito di cambiati del contesto macroeconomico e che potrebbero aggravare la già precaria condizione di salute finanziaria delle imprese, il rallentamento dell'economia, che causa una riduzione della domanda aggregata, e una riduzione della disponibilità di credito potrebbero creare seri problemi alle imprese con quote di mercato non elevate e con una leva finanziaria importante. Oltre a queste, anche indici aggregati come il tasso di crescita del PIL, l'offerta di moneta e la performance del mercato finanziario potrebbero contribuire a generare situazioni di insolvenza.

⁴⁶ H. Nobanee et al., *op. cit.*

3.3.3. *Misure e modelli predittivi del distress*

Oltre ai già sopra citati indicatori come misure importanti per prevenire situazioni di distress, ovvero il Net Debt/EBITDA per valutare la capacità di rimborso del debito e il CR (o il QR o il CCC) per valutare il rischio di illiquidità dell'impresa, esistono numerosi altri indicatori importanti per ridurre la probabilità di insolvenza.

Ad esempio, il *cash flow* è il metodo che spesso viene utilizzato per valutare il livello di indebitamento che può essere sostenuto dall'azienda. Tipicamente l'*EBITDA* viene utilizzato come un'approssimazione del cash flow operativo di un'impresa che, però, presenta diversi limiti in quanto non considera al suo interno le variazioni del capitale circolante oltre ad ignorare le spese in conto capitale. Per questo motivo spesso viene sostituito dall'*EBIT* il quale costituisce un'approssimazione migliore per via degli ammortamenti che vengono dedotti dal calcolo. Di per sé l'*EBITDA* (o l'*EBIT*), data anche la sua volatilità, non rende possibile definire un limite superiore o inferiore di allarme e dunque spesso viene utilizzato all'interno di indicatori composti quali⁴⁷:

$$\frac{Net\ Debt}{EBITDA} \qquad Interest\ coverage = \frac{EBIT}{Interest\ paid}$$

Per il primo un valore superiore a 5-6 farebbe sorgere dei dubbi sulla capacità di rimborso dell'impresa, mentre per il secondo un valore superiore al 60-70% renderebbe l'azienda vulnerabile⁴⁸. La salute finanziaria di un'azienda potrebbe essere misurata anche in base alla sua capacità di rifinanziare il debito in scadenza ricorrendo a un altro prestito quando i fondi generati internamente non dovessero essere sufficienti. Poiché in caso di patrimonio netto negativo né gli azionisti né le banche sarebbero disposti a immettere nuove risorse finanziarie, diventa fondamentale per un'impresa che il valore totale degli assets superi quello del debito. Un'*asset coverage ratio* superiore a uno implica un *EV* superiore ai *total debt* e dunque un'azienda che nel caso ce ne fosse bisogno sarebbe in grado di pagare i propri debiti vendendo o liquidando i suoi assets⁴⁹.

⁴⁷ K. A. Danilov, *op. cit.*

⁴⁸ E. Luciano, *op. cit.*

⁴⁹ K. A. Danilov, *op. cit.*

Oltre ai semplici indicatori di distress basati sul bilancio, diversi studi si sono focalizzati nello sviluppo di modelli statistici in grado di predire in maniera più accurata delle situazioni di insolvenza grazie alla loro caratteristica di essere costruiti attraverso una combinazione di diverse misure. Habib et al. (2018) hanno raccolto nel loro articolo alcuni dei diversi modelli di previsione del distress che sono stati sviluppati negli ultimi anni dai ricercatori. Ciò che rende diverso tutti questi modelli sono le tecniche econometriche che vengono utilizzate e i dati impiegati per l'analisi. Proprio quest'ultimo aspetto è stato oggetto di numerosi dibattiti e ha stimolato la ricerca al punto da poter oggi suddividere i modelli di previsione in due grandi categorie: *accounting-based* (basati sui valori contabili) e *market value-based* (basati sui valori di mercato).

Uno dei primi modelli *accounting-based* ad essere sviluppato (e oggi uno dei più utilizzati) è il modello *Z-score* di Altman (1968) che impiega l'analisi discriminante multipla (MDA) a un insieme ridotto di indici che misurano l'efficienza dell'impresa da diversi punti di vista. L'indice è così composto:

$$Z - score = 1,2 \times A + 1,4 \times B + 3,3 \times C + 0,6 \times D + 1,0 \times E$$

Dove:

$$A = \frac{WC}{TA}; B = \frac{Retained\ earnings}{TA}; C = \frac{EBIT}{TA}; D = \frac{Equity\ (market\ value)}{Debt\ (book\ value)}; E = \frac{Sales}{TA}$$

Un $Z\text{-score} > 2,67$ implica una solidità finanziaria dell'impresa, mentre se il valore è inferiore a 1,81 significa che l'azienda si trova in una situazione di distress.

Un altro indicatore simile è dato dall'*O-score* di Ohlson (1980) che utilizza una combinazione lineare di nove fattori. Gli indici utilizzati sono: TA, TL, WC, CL (current liabilities), CA (current assets), GNP (Gross National Product price index level), $X=1$ se $TL > TA$ (zero altrimenti), NI (net income), FFO (funds from operations), $Y=1$ se negli ultimi due anni si è registrata una perdita netta (0 altrimenti). La probabilità di default di un'impresa si calcola come segue:

$$p\ (failure) = \frac{e^{O\text{-score}}}{1 + e^{O\text{-score}}}$$

Invece, un esempio di modello market value-based è quello realizzato da Merton (1974). Nel *Distance-to-default (DDD)* l'equity di un'impresa viene pensato come un'opzione call sul valore degli assets dell'azienda e le variabili chiave del modello sono il *valore di mercato degli assets e dell'equity*, il *rendimento risk-free*, la *variabilità degli assets e dell'equity* e il *valore nominale del debito*⁵⁰.

3.4. Cosa rende il *distress investing* così profittevole

Il *distress investing*, inteso come la pratica di investimento in aziende in distress finanziario, può essere pensato come un mercato con pochi investitori⁵¹ alla ricerca di opportunità di acquisto di aziende sottovalutate. Le ragioni per cui esistono queste opportunità sono molteplici e sono le stesse che rendono questi investimenti molto rischiosi e di conseguenza in grado di restituire, in caso di successo, dei rendimenti alti. L'*asimmetria informativa* è ad esempio una delle ragioni per cui i titoli vengono transati a un prezzo inferiore al loro valore intrinseco. Non è sempre facile e immediato riuscire a reperire informazioni circa la cattiva salute finanziaria di certe imprese, soprattutto nei casi più piccoli. Inoltre, la porzione ridotta di investitori informati dovrebbe accettare di investire in un mercato altamente *illiquido*, dove il capitale investito dovrà rimanere immobilizzato per un lungo periodo di tempo. Anche dei *comportamenti non economicamente razionali* da parte degli investitori potrebbero creare delle distorsioni dei prezzi sul mercato generando delle opportunità di investimento. Infatti, ad alcuni partecipanti ben informati, ad esempio dei fondi di investimento, potrebbero essere preclusa la possibilità di acquistare titoli in distress perché magari i termini dei loro accordi di gestione non consentono l'acquisto di titoli con rating "CCC", "D" etc., così come alcuni investitori istituzionali potrebbero essere costretti a vendere dei titoli se il loro rating dovesse scendere troppo in basso, proprio in virtù delle linee guida stabilite precedentemente all'acquisto. Inoltre, investire nel distress porta con sé grandi *rischi e*

⁵⁰ A. Habib et al. (2018). Determinants and consequences of financial distress: review of the empirical literature, *Accounting & Finance*.

⁵¹ Il mercato del *distress investing* negli ultimi anni ha subito una forte crescita ma la dimensione della community rimane sempre abbastanza piccola se comparata al numero di investitori presenti nei mercati più generali del reddito fisso o delle azioni.

incertezze che scoraggiano l'ingresso in campo di alcuni investitori. Le imprese in distress potrebbero infatti non riprendersi del tutto e rimanere per lungo tempo a rischio bancarotta, così come potrebbero anche fallire, rendendo probabile lo scenario in cui l'investitore non riesce a recuperare neanche il capitale investito. Ciò ci porta all'ultima ragione per cui esistono delle opportunità di investimento nel mondo del distress. *Competenze e conoscenze specialistiche* vengono infatti richieste a chi vuole addentrarsi in questo mondo in quanto l'individuazione di un'opportunità d'investimento è solo il primo step di un processo molto più lungo caratterizzato da una fase iniziale di negoziazione con i creditori e gli azionisti dell'impresa volta alla realizzazione di un piano di ristrutturazione e da un periodo di gestione e di efficientamento della struttura operativa e finanziaria dell'impresa. È proprio l'incertezza dell'esito della ristrutturazione a portare gli investitori a chiedere un rendimento adeguato corretto per il rischio che corrono e che viene concesso sotto forma di uno sconto sul prezzo di acquisto del titolo in sofferenza. Questo "margine di sicurezza" è chiaramente necessario per invogliare l'investitore a proseguire con l'investimento⁵². In molti casi, quando il distress è pronunciato, nessun prezzo viene pagato per l'impresa in crisi, anche se chi la acquista si impegna a investire nuova finanza per realizzare il turnaround.

3.5. Breve overview del Codice fallimentare negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti il Codice fallimentare fornisce alle imprese in distress finanziario due alternative diverse per uscire dalla situazione in cui si trovano: tentare una ristrutturazione aziendale attraverso il *chapter 11* o liquidare tutti gli assets per pagare i creditori attraverso il *chapter 7*. Una terza alternativa è quella della ristrutturazione *extra-giudiziale*.

Il *chapter 11* è una procedura che comincia con la richiesta di protezione dai creditori presentata dalla società stessa e il cui esito porta alla sospensione, da parte del Tribunale fallimentare, di tutti gli avvisi di messa in mora inviati dai creditori in seguito alle

⁵² S. G. Moyer, D. Martin, J. Martin (2012). A Note on Distressed Investing: Buying Companies by Acquiring their Debt, *Baylor University*.

continue inadempienze degli obblighi finanziari da parte dell'impresa. In seguito, la società debitrice ha il diritto esclusivo di implementare e presentare un piano di ristrutturazione entro 120 giorni dalla richiesta di protezione dal fallimento. Se questo viene presentato entro la scadenza, la società dispone di altri 60 giorni di tempo per ottenere l'approvazione da parte dei creditori. Solo in seguito alla scadenza del periodo di esclusiva ogni creditore può presentare al Tribunale il proprio piano di riorganizzazione. Il piano non è nient'altro che il progetto di ristrutturazione finanziaria e, in alcuni casi, operativa della società, ovvero è un documento in cui vengono esplicitate le strategie, le azioni e gli obiettivi che verranno perseguiti durante la nuova fase. Molto importante è che il piano contenga anche informazioni circa i termini di pagamento dei creditori. Durante il processo di ristrutturazione il codice fallimentare prevede che i crediti vengano raggruppati in delle classi a seconda della loro somiglianza con altre tipologie di titoli. Ad esempio, tutti i crediti bancari garantiti formeranno una classe, tutti quelli subordinati ne formeranno un'altra e così via fino all'ultima classe di creditori rappresentata dalle azioni ordinarie. Questo raggruppamento è molto importante poiché il piano di ristrutturazione proposto dall'impresa viene considerato accettato dai suoi creditori solo se la metà in numero e i due terzi in dollari dei crediti di ogni classe vota a favore. Se ciò avviene si richiede l'approvazione del piano da parte del Tribunale, altrimenti la società (o chi ha proposto il piano) può comunque ottenere l'approvazione del giudice dimostrando che almeno una classe di creditori ha votato a favore e che il piano proposto sia giusto ed equo, oltre a rispettare la regola della "priorità assoluta" secondo cui i debitori senior garantiti devono essere soddisfatti per primi e solo in seguito gli obbligazionisti, e infine gli azionisti, potranno ricevere il rimborso⁵³.

Un'alternativa al chapter 11 è rappresentata dalla ristrutturazione extra-giudiziale che presenta i vantaggi di essere più rapida e meno costosa in seguito all'assenza di costi legali e amministrativi. Tuttavia, tentare una ristrutturazione controllata dal Tribunale ha i suoi vantaggi perché permette all'impresa di non maturare interessi sui debiti non garantiti, di rifiutare contratti di locazione sfavorevoli e soprattutto di poter raccogliere nuove risorse finanziarie a condizioni favorevoli, concedendo ai finanziatori una "super

⁵³ M. J. P. Anson, *op. cit.*

priorità” che gli consente di essere rimborsati prima di ogni altro creditore (*debtor-in-possession financing*). Inoltre, nel chapter 11 ottenere l’approvazione del piano è più semplice in quanto in una ristrutturazione extra-giudiziale sarebbe necessario il consenso unanime dei creditori⁵⁴.

3.6. Gli investitori del distressed e le loro strategie d’investimento

3.6.1. Chi sono gli investitori e come sono organizzati

Oggi non sono più solo i creditori commerciali a spingere per la liquidazione dei loro crediti nel più breve tempo possibile ma anche le istituzioni finanziarie tradizionali e gli investitori istituzionali a lungo termine, come le banche, cercano sempre più di velocizzare la vendita dei loro crediti UTP/NPL a causa dei costi associati alla loro gestione. Per questa ragione è diventata più frequente la pratica delle banche e di altri soggetti finanziatori di utilizzare la formula del “prestito sindacato” che facilita l’uscita dei creditori dalle aziende in distress e ne velocizza l’ingresso degli *hedge funds* e delle società di *private equity (PE)*, con i primi che sono il gruppo maggiormente attivo in questa tipologia di mercato. Società di assicurazione e di leasing anche investono direttamente o indirettamente nel mercato distressed ma si tratta di operazioni meno frequenti e con meno capitale impiegato. Invece, gli altri investitori istituzionali, quali fondi di pensione e fondi comuni di investimento, non investono mai nel distressed o comunque non direttamente, tranne in alcuni casi eccezionali. I primi perché il loro statuto o delle specifiche normative gli impediscono di investire in titoli con un rating sotto una certa soglia e quando ciò accade tipicamente avviene in maniera indiretta, ovvero attraverso il finanziamento di particolari fondi (come gli *hedge funds*). I fondi comuni

⁵⁴ S. C. Gilson (1995). Investing in Distressed Situations: A Market Survey, *Financial Analysts Journal*.

d'investimento, invece, potrebbero investire in queste tipologie di titoli ma spesso decidono di non farlo⁵⁵.

Le strategie che gli investitori del distressed possono decidere di adottare per i loro investimenti sono diverse e la scelta dipende molto dal ruolo che intendono avere nel processo di ristrutturazione aziendale. Che sia una società di private equity o un hedge fund o un mutual fund a investire in aziende in distress, tipicamente la struttura organizzativa è sempre la stessa anche se sono comunque presenti delle differenze. Come vedremo più avanti nel capitolo dedicato agli operatori italiani del *distress investing*, alcuni di questi players investono direttamente nelle aziende ma la maggior parte lo fa tramite un fondo da loro lanciato e/o gestito. Questi fondi vengono costituiti, direttamente o tramite un advisor, da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) e servono alla raccolta di capitali attraverso l'emissione di quote sottoscritte da banche, investitori privati, assicurazioni e fondi pensione e l'ammontare raccolto viene impiegato per costruire il proprio portafoglio di assets. Da un punto di vista legale questi fondi sono organizzati dalla presenza di due figure. Da una parte ci sono i *general partner*, rappresentati tipicamente dalla società di private equity stessa o dall'SGR, e il cui compito è quello di gestire il fondo e gli investimenti realizzati. È consuetudine che la società contribuisca alla raccolta del capitale fornendo dall'1% al 4% del totale raccolto. I general partner non hanno molti vincoli da rispettare, salvo alcune clausole stabilite contrattualmente e che riguardano ad esempio l'ammontare di capitale che può essere investito in una sola impresa o le tipologie di titoli che non possono essere acquistati. La SGR percepisce due tipi di commissioni rappresentate da una *management fee* annuale, di norma compresa tra l'1,5 e il 2,5% dell'intero valore sottoscritto durante il periodo di investimento, e dal *carried interest*, corrisposto solo a disinvestimento compiuto e tipicamente pari al 20% della differenza tra l'IRR finale e l'hurdle rate (quest'ultimo di solito compreso tra l'8% e il 12%). Le altre figure rilevanti all'interno di questi fondi sono rappresentate dai *limited partners* che non sono nient'altro che gli investitori istituzionali, ed eventualmente anche gli individui facoltosi, che contribuiscono al 96-99% del capitale raccolto dal fondo. Questi non hanno voce in capitolo circa le modalità e le strategie

⁵⁵ M. M. Harner (2007). The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing, *University of Nebraska-Lincoln College of Law*.

utilizzate dai general partners nell'impiego dei capitali raccolti e inoltre, poiché i fondi sono di tipo "closed-end", una volta che il fondo è stato lanciato non potranno più uscire. Ciò significa che il loro capitale rimarrà immobilizzato sino alla liquidazione del fondo che mediamente avviene dopo dieci anni. I limited partners hanno diritto a un carried interest di circa l'80%⁵⁶.

Ci sono alcuni fattori che distinguono i fondi di private equity dagli hedge funds. Ad esempio, mentre i primi sono fondi chiusi che investono esclusivamente in società private, i secondi sono fondi aperti che, oltre a partecipare ad operazioni di PE, investono molto anche in assets quotati in borsa, come azioni e obbligazioni. Ciò significa che negli hedge funds l'asimmetria informativa è minore grazie alla presenza di informazioni pubbliche e il fatto che questi sono open-end implica che la loro durata non è stabilita contrattualmente all'avvio del fondo e dunque che gli investitori non sono vincolati a immobilizzare il loro capitale fino al disinvestimento ma hanno anche la possibilità di richiedere il rimborso delle quote del fondo in qualsiasi momento (con riserva di lock-up e periodi di attesa). Inoltre, mentre nei fondi di PE la management fee corrisposta sarà alta all'inizio e via via sempre più bassa, negli hedge funds è una percentuale forfettaria degli asset under management e dunque nel corso degli anni potrebbe anche crescere. Infine, anche il carried interest viene guadagnato diversamente dai manager dei due fondi. Nel caso degli hedge funds viene calcolato come percentuale fissa (circa il 20%) della differenza tra il valore di mercato del portafoglio e il costo sostenuto e può essere guadagnato ogni anno fintantoché la differenza rimane positiva. Nel private equity, invece, può essere guadagnato solo a disinvestimento compiuto e solo se l'IRR finale è superiore all'hurdle rate stabilito contrattualmente in fase di avvio del fondo⁵⁷.

I fondi che decidono di investire nelle aziende in distressed, anche quando decidono di farlo acquistandone il debito in realtà operano come se fossero dei veri e propri azionisti. L'obiettivo del distressed investor è fornire liquidità e competenze specifiche in modo da preservare il *going concern* dell'azienda. Di conseguenza il focus sarà sul ripristino della

⁵⁶ S. N. Kaplan, P. Strömberg (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, v. 23, n. 1.

⁵⁷ A. Metrick, A. Yasuda (2010). Venture Capital and Other Private Equity: A Survey, *National Bureau of Economic Research*.

redditività aziendale nel lungo termine e non sui problemi immediati di cash flow che l'impresa sta vivendo⁵⁸.

3.6.2. Approccio attivo o approccio passivo: diverse strategie a disposizione

Pensando l'impresa e il suo EV come una torta, l'investitore ha tre diversi modi per ottenere un rendimento dal suo investimento, ognuno dei quali implica un coinvolgimento e un approccio diverso nella fase di vita delicata dell'impresa. Se ogni fetta della torta rappresenta i titoli dell'azienda (azioni ordinarie, obbligazioni, debiti bancari, debiti commerciali etc.) l'investitore può scegliere di acquistarne una o più di una e in seguito adottare una delle tre diverse strategie per rendere il suo investimento profittevole:

- Rendere l'intera torta più grande assumendo un ruolo attivo nel processo di ristrutturazione aziendale;
- Rendere la fetta di qualcun altro più piccola, aumentando di conseguenza la dimensione della propria (anche se ciò comporta rinunciare a incrementare la dimensione della torta);
- Non fare niente ma attendere che la propria fetta aumenti di dimensione da sola⁵⁹.

L'investitore che adotta la prima strategia si assume un rischio molto alto in quanto l'investimento avviene acquistando una porzione ampia di titoli di debito (o di azioni) in sofferenza a un prezzo scontato che gli possano permettere di avere il controllo dell'impresa o comunque di controllare o influenzare il processo di ristrutturazione. Un approccio di gestione "*attivo*", largamente utilizzato dai fondi di private equity, comporta immobilizzare il capitale investito per molto tempo e sostenere degli sforzi importanti per monitorare e analizzare le dinamiche di una ristrutturazione, per interagire con gli stakeholders dell'impresa e con i loro interessi contrastanti e per intraprendere importanti misure che possano portare alla creazione di valore. Tipicamente, e lo vedremo anche nel

⁵⁸ M. J. P. Anson, *op. cit.*

⁵⁹ S. C. Gilson, *op. cit.*

capitolo dedicato alla mappatura degli operatori del distressed in Italia, una volta acquistato il debito e diventati i maggiori (o tra i principali) creditori dell'impresa, gli investitori convertono i titoli acquistati in nuove azioni emesse dall'azienda attraverso una procedura di *debt-for-equity swap*. Questo meccanismo di conversione, oltre a consolidare maggiormente la propria posizione di controllo, permette di ricapitalizzare il patrimonio netto dell'impresa che in seguito al prolungato cattivo stato di salute finanziario potrebbe aver raggiunto anche un valore di libro negativo.

Chi decide di investire nel debito in distress potrebbe farlo anche senza l'intento di acquisire il controllo dell'impresa. Chi usa un approccio "*active-no control*" tipicamente investe nel debito garantito o in obbligazioni senior, assumendo quindi un basso rischio e adottando una strategia opportunistica che rende l'investimento liquidabile in un tempo più breve. Un esempio di strategia di questo tipo è dato dalla detenzione del titolo e da un periodo di attesa in cui il cui valore di rimborso viene incrementato in sede di negoziazione durante il processo di ristrutturazione. Oppure, l'investitore potrebbe approfittare di periodi di debolezze dell'economia per acquistare titoli di imprese che però sembrano in grado di riprendersi nel prossimo futuro. In tal modo potrebbe decidere di attendere il rimborso completo o di vendere il titolo nel mercato secondario quando questo si è apprezzato. Invece, chi utilizza un approccio "passivo" ha come unico obiettivo quello di acquistare titoli sottovalutati e aspettare che il valore salga da solo. Psicologia degli investitori, emozioni umane, asimmetrie informative e persino bassa liquidità sono tutti fattori che possono portare a inefficienze di mercato che possono riflettersi nel valore dei titoli aziendali. Quando ciò accade l'investitore con un approccio altamente speculativo potrebbe approfittare di questa situazione in cui i titoli vengono scambiati a un valore che non riflette il loro livello di rischio e aspettare che il mercato si accorga da solo di questo "errore".

Gli investitori che prediligono investimenti non finalizzati all'ottenimento di una posizione di controllo sono gli hedge funds⁶⁰.

⁶⁰ S. Jain (2011). Investing in Distressed Debt, *UBS Alternative Investments*.

Tornando agli investitori con un approccio attivo, bisogna dire che non basta essere né il maggior creditore dell'impresa, né possedere il 100% del debito secured per assicurarsi un controllo sull'azienda o sul processo di ristrutturazione. L'entità dell'influenza dipende infatti da tre fattori: la caratteristica del proprio debito e i diritti legali e contrattuali di cui si è titolare. Il primo fattore ha a che vedere con l'ammontare e la tipologia di debito detenuto. Chi possiede un debito senior garantito ha un potere negoziale superiore di chi ne possiede uno subordinato non garantito. I diritti legali e contrattuali, invece, hanno a che vedere con le procedure previste dal Codice fallimentare dei diversi Paesi. Ad esempio, quello degli Stati Uniti prevede che l'accettazione di un piano di ristrutturazione proposto dal debitore possa avvenire solo se metà in numero e due terzi in dollari dei creditori all'interno di ciascuna classe vota a favore del piano⁶¹. Ciò significa che chi possiede queste percentuali ha un forte potere negoziale sul processo di riorganizzazione e in particolar modo nel determinare l'allocazione del valore e il tipo di distribuzione del capitale a ciascuna classe di creditori. È dunque importante che un distressed investor possieda queste percentuali per assicurarsi maggior influenza sull'esito del piano e per evitare di trovarsi a ristrutturazione ultimata a possedere la minoranza delle quote azionarie dell'impresa (sempre se l'obiettivo è mantenerne il controllo dopo la ristrutturazione), ad esempio a causa di un creditore junior che, in virtù del suo potere contrattuale dato dal controllo sulla sua classe, ha spinto per ottenere delle operazioni di debt-for-equity swap⁶². Infatti, poiché di norma l'esito di una ristrutturazione porta i creditori più senior a ricevere il saldo a stralcio o altri titoli senior e i creditori più junior a ricevere una quota maggiore di azioni ordinarie, una possibile strategia potrebbe essere quella di concentrarsi sull'acquisto dei titoli più junior (purché non si esageri, altrimenti si rischia di non ricevere nulla se il piano non è stato strutturato per arrivare così in basso nella struttura del capitale)⁶³.

⁶¹ M. M. Harner, *op. cit.*

⁶² S. Jain, *op. cit.*

⁶³ S. C. Gilson, *op. cit.*

3.7. Il processo di ristrutturazione

3.7.1. *La strategia per la creazione di valore*

Tutte le società che affrontano una situazione di distress finanziario presentano due caratteristiche in comune: hanno un livello di indebitamento eccessivo e dei flussi di cassa troppo bassi o addirittura negativi. Dunque, gli investitori quando devono decidere su chi investire non adottano gli stessi criteri di scelta che vengono utilizzati ad esempio per delle operazioni di *leveraged buy-out*, ovvero un livello di indebitamento contenuto e una capacità di generare con una certa stabilità dei buoni flussi di cassa. Gli squilibri della struttura finanziaria e l'urgenza delle società in crisi di ottenere risorse per finanziarie il capitale circolante vengono visti dal fondo di turnaround come elementi di una crisi "passeggera" e quindi ciò che interessa all'investitore è che piuttosto l'impresa abbia un modello di business valido e sostenibile nel tempo e che possieda una buona posizione competitiva nel mercato in cui opera. Questi elementi sono fondamentali per poter riportare le aziende in distress a un buon livello di redditività e con un livello di indebitamento sostenibile nel più breve tempo possibile.

Considerando che il modello utilizzato per calcolare il valore di un'impresa è quello dei multipli di mercato, secondo cui l'EV viene ottenuto dal prodotto tra l'EBITDA e il multiplo, il valore dell'equity viene ricavato dalla seguente relazione:

$$\text{Equity value} = (\text{EBITDA} \times \text{multiplo}) - \text{PFN}$$

Poiché chi investe acquistando le quote di una società può ottenere un ritorno dall'investimento solo se il prezzo di vendita delle azioni è superiore al costo sostenuto, la relazione sopra suggerisce come l'investitore abbia a disposizione tre leve per poter realizzare un *capital gain*:

- Aumentare il multiplo;
- Ridurre l'indebitamento finanziario netto;
- Aumentare l'EBITDA.

Se l'investitore volesse cercare di rivendere la società a un multiplo di mercato superiore a quello utilizzato per l'acquisto, la strategia d'investimento dovrebbe mirare a sfruttare più le inefficienze di mercato che l'efficientamento operativo e finanziario dell'impresa. Ad esempio, acquistare aziende con un buon livello di redditività ma coinvolte nel dissesto della controllante o aziende appartenenti a mercati che sono temporaneamente trascurati dai mercati finanziari permetterebbe all'investitore di pagarle a un EV scontato. Ciò perché tutti questi possibili scenari hanno un impatto sul valore dell'azienda la cui entità non ha nulla a che vedere con la sua situazione operativa e finanziaria e infatti una volta che l'impresa esce da questi contesti difficili ritornerebbe ad essere valutata coerentemente con i rischi associati. Ridurre la PFN, invece, è possibile se si interviene attraverso una ristrutturazione finanziaria che possa avere un impatto sia sulla cassa che sul livello del debito dell'azienda. Nel primo caso, un modo per incrementarla è sicuramente quello di migliorare la gestione del capitale circolante, fondamentale non solo per la prosecuzione dell'attività operativa ordinaria ma anche per migliorare le relazioni commerciali deteriorate e sbloccare eventuali investimenti. Invece, la riduzione del livello del debito può avvenire sia in sede concorsuale che extra concorsuale e tipicamente viene resa possibile attraverso operazioni di stralcio del debito e di debt-for-equity swap che coinvolgono in misura maggiore i creditori subordinati. Infine, la variazione positiva dell'EBITDA presuppone una ristrutturazione operativa dell'impresa in cui il modello di business tipicamente viene solo perfezionato attraverso interventi di miglioramento lato ricavi e lato costi.

3.7.2. Il piano di ristrutturazione

Il piano di ristrutturazione è la parte più importante all'interno di un processo di riorganizzazione aziendale in quanto è lo strumento attraverso il quale si concretizza la linea strategica per la creazione di valore. La sua definizione richiede il coinvolgimento di tutti gli stakeholders e in particolare la condivisione degli obiettivi e delle azioni che sono state pensate per il risanamento dell'impresa in distress. Prima di identificare gli interventi necessari per generare valore nel medio-lungo periodo (perfezionamento del modello di business, taglio di costi, vendita di assets, ristrutturazione del debito etc.),

l'investitore si concentrerà sulle azioni da intraprendere nel breve termine per far fronte alle esigenze iniziali in termini di liquidità, fondamentali per alleviare lo stato di ansia e di tensione diffusi tra tutti gli stakeholders. Ciò avverrà attraverso la predisposizione di un budget di cassa settimanale in grado di coprire i primi 2/3 mesi di attività operativa.

L'implementazione di un piano di ristrutturazione è qualcosa che richiede tempo per via della sua complessità e dell'impatto che gli interventi programmati potrebbero avere sul valore dell'impresa e sulla sua capacità di tornare a un buon stato di salute finanziaria. Tra tutte le operazioni riconducibili al piano vi sono tre aspetti di particolare importanza che devono essere definiti con cura. Il primo ha a che vedere con la scelta delle procedure da adottare per proteggersi dai creditori. Tra le procedure concorsuali a disposizione in Italia vi sono il *concordato preventivo*, la *transazione fiscale*, il *concordato fallimentare* e il *fallimento* con conseguente liquidazione nel caso estremo. Gli *accordi di tipo privatistico*, invece, rientrano tra gli strumenti di tipo extra giudiziali. Infine, vi è la possibilità di usufruire anche degli *accordi di ristrutturazione* che si classificano come strumenti di gestione dei creditori di tipo ibrido poiché caratterizzati da una prima fase di carattere stragiudiziale e una seconda di tipo giudiziale. Il secondo aspetto di particolare importanza ha a che vedere con la definizione del nuovo management. Gli investitori quando decidono di investire da una parte vorrebbero sostituire i vertici aziendali per inserire delle figure specializzate in situazioni di turnaround, come i *CRO (chief restructuring officer)*, oltre che per eliminare i soggetti che a loro avviso sono stati i principali responsabili dell'insolvenza dell'impresa. Dall'altra parte, però, la consapevolezza che i manager potrebbero avere informazioni sull'impresa rilevanti e difficilmente trasferibili li spinge a mantenere lo stesso consiglio di amministrazione, almeno nel breve periodo. Normalmente questa situazione di stallo viene superata dall'affiancamento al management di nuove figure manageriali scelte dagli investitori. L'ultimo aspetto da definire riguarda la scelta degli interventi necessari per poter eliminare le condizioni di insolvenza e generare valore nel lungo periodo. Gli interventi sull'*attivo*, come detto in precedenza, riguardano la cessione di assets, di partecipazioni, di rami d'azienda etc. che non sono più strategici, ovvero coincidono con tutte quelle azioni da intraprendere per permettere all'azienda di riposizionarsi sul suo core business. Poi ci sono gli interventi sul *passivo* che invece servono all'impresa per poter "respirare" e implementare il piano di ristrutturazione con un maggior tempo a disposizione e senza

la pressione dei creditori. Sono interventi finalizzati ad eliminare le condizioni di insolvenza nel breve periodo attraverso la riduzione dell'ammontare e del costo dell'indebitamento e ciò viene reso possibile attraverso il *consolidamento del debito*, la *riduzione del tasso di interesse*, lo *stralcio del debito* o la sua *conversione in capitale*. Infine, vi sono gli interventi sulla *gestione* che sono finalizzati all'efficientamento operativo dell'azienda attraverso degli interventi sul lato dei ricavi, dei costi e del fabbisogno di capitale⁶⁴.

3.7.3. Valutare l'impresa target

La valutazione di un'impresa target è uno step necessario per capire il prezzo massimo che l'investitore è disposto a offrire per poter investire e la precisione con cui questa viene ottenuta è fondamentale in quanto determina la convenienza o meno dell'investimento. Il prezzo offerto deve essere quanto più vicino possibile al valore di *going concern "as is"*, ovvero al valore dell'impresa nella sua configurazione attuale, e deve essere superiore a quello di liquidazione se l'investitore vuole proporsi come alternativa realmente conveniente. Esistono due approcci per stimare il valore di un'impresa in distress: il primo si basa sui metodi tradizionali di valutazione mentre il secondo si pone nell'ottica del fondo di private equity. Quest'ultimo, a differenza del primo, non ha l'obiettivo di determinare il valore di un'impresa in crisi, quanto piuttosto di definire il prezzo massimo che un investitore è disposto ad offrire una volta compreso se l'investimento è o meno conveniente a seconda del rendimento minimo richiesto. I metodi tradizionali di valutazione sono due: uno basato sui *multipli di mercato*, in cui il valore viene determinato dalla valutazione di mercato di società comparabili o dal prezzo d'acquisto di operazioni simili, e un altro basato sul *DCF (Discounted Cash Flow)*, ovvero sull'attualizzazione di flussi di cassa scontati da un opportuno tasso coerente con la rischiosità degli investimenti effettuati.

⁶⁴ L. Parrini et al. (2009). Il Private Equity nelle crisi di impresa: Rapporto della Commissione "Analisi Fondamentale", *AIAF Associazione Italiana Analisti Finanziari*.

Per quanto riguarda il metodo del DCF, i flussi di cassa da scontare possono essere di due tipi: i *FCFE* (*free cash flow to equity*), ovvero i flussi di cassa disponibili per gli azionisti una volta sottratti quelli riferiti al debito, e i *FCFO* (*free cash flow from operations*), che sono i flussi di cassa generati dall'attività operativa dell'azienda a prescindere da come è stata finanziata. Il primo è un approccio *equity side* perché calcola direttamente il valore del capitale netto dell'impresa attualizzando i flussi di cassa disponibili per gli azionisti con un tasso di sconto che esprime il costo dell'equity, mentre il secondo è *asset side* in quanto serve a stimare l'EV dell'impresa attualizzando i flussi che derivano dall'attività operativa con il WACC. In quest'ultimo caso per il calcolo del valore dell'equity bisogna sottrarre dall'EV il valore di mercato del debito. Le formule sono le seguenti:

$$EV = \sum_{t=1, \dots, T} \frac{FCFO_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{TV}{(1 + wacc)^t}$$

$$E = \sum_{t=1, \dots, T} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^t}$$

Il DCF è il metodo maggiormente utilizzato in quanto permette di valutare l'impresa in crisi non solo sulla base della sua attuale configurazione ma anche in prospettiva dei flussi di cassa futuri stimati in seguito agli interventi di ristrutturazione sui ricavi, sui costi, sulla gestione del circolante e sulla struttura finanziaria.

I multipli di mercato sono invece basati sull'osservazione diretta dei prezzi espressi dal mercato per società affini. L'aspetto più difficile di questo metodo di valutazione risiede nel riuscire a trovare delle aziende simili all'impresa target in termini di redditività, rischiosità e struttura del capitale. La scelta del multiplo è ampia e dipende dalle caratteristiche del business e dalla gravità della crisi. Ad esempio, l'*EV/EBITDA* è quello maggiormente utilizzato perché utilizza una grandezza (il margine operativo) come prima approssimazione dei flussi di cassa generati dall'impresa, ma potrebbe essere inappropriato se la crisi che l'azienda sta vivendo è così grave da avergli portato un valore di EBITDA addirittura negativo. Inoltre, potrebbe essere poco adatto anche nel caso in cui la società target opera in un mercato ad alta intensità di capitale dove gli alti valori di CAPEX sostenuti dall'impresa non verrebbero considerati all'interno del margine operativo lordo, rischiando dunque di sovrastimare il valore dell'impresa. Un altro multiplo che può essere utilizzato è quello dato dal rapporto *P/E* che però viene usato

raramente in questi contesti poiché spesso le aziende in distress finanziario presentano un risultato netto negativo. A meno che l'azienda abbia cessato la propria attività operativa da diverso tempo, un'altra alternativa utile viene rappresentata dal rapporto *EV/Sales*.

Indipendentemente dal multiplo che si utilizzi, una volta stimato l'EV il valore dell'equity viene ricavato sottraendogli la PFN.

Come già detto, esiste un altro approccio che si pone nell'ottica del fondo di private equity per poter stimare il valore di un'impresa. È il metodo preferito da queste società d'investimento poiché sulla base del rendimento minimo richiesto, tipicamente del 15-20%, possono valutare la convenienza dell'investimento ed eventualmente il prezzo massimo che possono offrire. Il procedimento prevede il calcolo dell'EV all'uscita previsto dal fondo attraverso l'utilizzo di un multiplo di mercato. È opportuno che quest'ultimo sia superiore al multiplo di entrata per via degli interventi di risanamento. Dopodiché si trova il valore dell'equity all'uscita sottraendo all'EV l'indebitamento finanziario netto e lo si attualizza al tempo zero applicando un tasso di sconto che coincide con il rendimento obiettivo del fondo. Il risultato ottenuto è il prezzo massimo che l'investitore può offrire alla società⁶⁵.

Altri due approcci che vengono utilizzati dai fondi di private equity per valutare la convenienza di un investimento consistono nel calcolo dell'IRR o del *MoM* (*Money on money*), rispettivamente dati dalla seguente relazione:

$$IRR = \left(\frac{FV_T}{PV_0}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

$$MoM = \frac{\text{Return at exit}}{\text{Capital invested at acquisition}}$$

L'IRR, così come il MoM, sono dati dal rapporto tra il valore dell'equity all'uscita e l'investimento iniziale al tempo zero insieme agli eventuali apporti di capitale successivi. Il primo serve per calcolare il tasso interno di rendimento che rende nullo l'NPV e

⁶⁵ L. Parrini, *op. cit.*

l'investimento viene realizzato solo se $IRR > hurdle\ rate$. Il MoM, invece, è una misura diretta della profittabilità dell'investimento⁶⁶.

⁶⁶ E. Luciano, *op. cit.*

4. OPERATORI ITALIANI DEL *DISTRESS* *INVESTING*

4.1. DeA Capital Alternative Funds SGR S.p.A.

DeA Capital Alternative Funds SGR è una società controllata al 100% da DeA Capital S.p.A., la società del Gruppo De Agostini che con AUM aggregati per 27,1 miliardi di EUR nel settore del private equity, del credit, del real estate e in soluzioni di investimento multi-asset/multi-manager, è la Piattaforma indipendente di Alternative Asset Management leader in Italia. La SGR è il partner di riferimento in Italia per gli investimenti, diretti e indiretti, in private equity, turnaround e NPL, con esposizione domestica e internazionale. Fu fondata nel 2006 inizialmente con un focus sui Fondi di Fondi destinati ai mercati globali ma in seguito ha ampliato i propri ambiti di intervento lanciando fondi diretti di private equity e successivamente programmi di investimento dedicati al turnaround e agli NPL. Attualmente DeA Alternative Funds è asset manager del più importante fondo di NPL in Italia (*Italian Recovery Fund*), con un GBV superiore ai 30 miliardi di EUR e AUM per circa 2,4 miliardi di EUR, ed è un importante partner delle principali istituzioni bancarie italiane per la ristrutturazione dei crediti NPL/UTP di piccole e medie imprese che si trovano in situazioni di complessità finanziaria ma con solidi fondamentali industriali (*Corporate Credit Recovery Fund*).

Figura 1 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in DeA Capital Alternative Funds



Fonte: sito web DeA Capital S.p.A. (<https://www.deacapital.com/?rcp>)

4.1.1. Portafoglio DeA Alternative Funds

4.1.1.1. Fondo Idea Corporate Credit Recovery I

Idea Corporate Credit Recovery I (IDeA CCR I) è il primo fondo chiuso di DIP (Debtor-in-Possession) Financing italiano nato nel 2016 che si propone di contribuire al rilancio di imprese italiane di medie dimensioni, in tensione finanziaria, ma con fondamentali industriali solidi, attraverso la gestione proattiva dei crediti verso le Società Target, possibili investimenti effettuati tramite operazioni di debtor-in-possession financing e interventi “equity style” nelle aziende debtrici.

Il fondo è articolato in due comparti:

- Comparto *Crediti*, a cui hanno contribuito sette banche (Unicredit, Bnl, BnpParibas, Banca Popolare di Vicenza, Montepaschi, Banca Popolare di Milano e Biverbanca) che, in cambio di quote del Fondo, hanno ceduto i propri crediti, per un controvalore di 177,6 milioni di EUR, verso otto aziende precedentemente individuate (Targetti, Dynamic Technologies,

Cartiere Pigna, Util Industries, Sinterama, Scandolara, Prime holding Tecnica e Clerprem);

- Comparto *Nuova Finanza*, che ha raccolto, sia presso investitori italiani (oltre a DeA Capital S.p.A., sponsor del fondo, investitori istituzionali e alcuni family office), sia presso investitori internazionali, il commitment (sino a 85,2 milioni di EUR) per le risorse finanziarie a supporto dei piani di rilancio delle imprese. In questo quadro si colloca la partnership con il gruppo americano H.I.G. Capital che, attraverso la propria affiliata Bayside Capital, contribuisce per il 50% del CNF.

Il Fondo alla nascita è riuscito a raccogliere 262,8 milioni di EUR, di cui 15,15 milioni provenienti da DeA Capital. Al 31 dicembre 2018 la dotazione complessiva è scesa a 221,8 milioni di EUR, di cui 7,7 milioni da DeA Capital.

Tabella 1 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo IDeA CCR I

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Capitale investito	Exit
Cartiere Paolo Pigna S.p.A.	Produzione e commercializzazione di prodotti cartotecnici	2016	Acquisto crediti deteriorati + 51% delle azioni	10 Mio EUR di crediti acquistati da Bpm, Bnl, Mps, Unicredit	2019
Targetti S.p.A.	Mercato dell'illuminazione architettonica per interni ed esterni	2016	Acquisto crediti deteriorati e SFP + 100% delle azioni + nuova finanza super senior	16 Mio EUR di crediti e SFP acquistati; 3,7 Mio EUR di erogazione nuova finanza	2017
Sinterama S.p.A.	Produzione di filati di poliestere colorati	2016	Acquisto crediti deteriorati + 51% delle azioni	26 Mio EUR di crediti acquistati	2019

Util Industries S.p.A.	Produttore di freni per Automotive	2016	Acquisto crediti deteriorati + 70% delle azioni (per un EV di 90 Mio EUR)	61 Mio EUR di crediti acquistati	In portafoglio
------------------------	------------------------------------	------	---	----------------------------------	----------------

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

- *Cartiere Paolo Pigna S.p.A.*: a maggio 2018 DeA cede il 20% delle quote a Buffetti. Successivamente, a dicembre 2019, Buffetti completa l'acquisizione del 100% del capitale di Pigna, includendo anche le rimanenti quote precedentemente detenute da DeA.
- *Targetti S.p.A.*: a giugno 2016, DeA Capital e i principali istituti di credito finanziatori (CR Firenze, Mps, Unicredit, Bnl) si sono accordati per l'acquisto di crediti (per un ammontare pari al 39% del valore complessivo dei crediti del sistema bancario nei confronti di Targetti) e di strumenti finanziari partecipativi in loro possesso.

4.1.1.2. Fondo Idea Corporate Credit Recovery II

Idea Corporate Credit Recovery II (IDeA CCR II) è il secondo fondo multi-comparto di DIP Financing italiano in continuità con CCR I. Ha iniziato la propria attività a partire dal 28 dicembre 2017 ed ha lo scopo di contribuire al rilancio di imprese italiane di medie dimensioni, in tensione finanziaria, ma con fondamentali industriali solidi.

Il fondo è articolato in due comparti:

- Comparto *Crediti*, a cui hanno aderito diverse tra le principali istituzioni bancarie italiane (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Banco Bpm, Bnl, Ubi Banca, Mps, Banca Ifis e Credito Valtellinese), che hanno ceduto al fondo i propri crediti (per un controvalore di circa 231,5 milioni di EUR) verso nove aziende industriali (Canepa, Snaidero, Calvi, Pieralisi, Grotto-Chiuppano,

Biokimica, Trend Group, Consorzio Latterie Virgilio e Zucchi), in cambio di quote del Fondo;

- Comparto *Nuova Finanza*, che ha raccolto commitment per nuove risorse finanziarie sino a circa 69,7 milioni di EUR, potenzialmente destinabili alle Società Target o a società con caratteristiche analoghe.

Il Fondo alla nascita è riuscito a raccogliere 301,2 milioni di EUR, di cui 15,15 milioni provenienti da DeA Capital. In data 21 dicembre 2018 IDeA CCR II ha completato il I closing del Comparto *Shipping*, acquistando da tre banche partner del fondo i crediti di otto società Target di gestione armatoriale, per un controvalore di circa 170,3 milioni di EUR, a fronte dell'attribuzione di quote dello stesso Comparto Shipping, e portando la dotazione complessiva del fondo da 326,5 milioni di EUR a 496,8 milioni di EUR, di cui 15,15 milioni da DeA Capital.

Tabella 2 – *Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo IDeA CCR II*

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Capitale investito	Exit
Snaidero Rino S.p.A.	Produzione di cucine componibili	2017	Acquisto crediti deteriorati + 73% delle azioni + nuova finanza super senior	23,6 Mio EUR di crediti acquistati da banche; 13 Mio EUR di erogazione nuova finanza	In portafoglio
Calvi Holding S.p.A.	Metallurgico e meccanico	2017	Acquisto crediti deteriorati + 26% delle azioni + nuova finanza super senior	56 Mio EUR di crediti acquistati; 4 Mio EUR di erogazione nuova finanza	In portafoglio

Pieralisi Maip S.p.A.	Produzione di macchine per l'agricoltura e la silvicoltura	2017	Acquisto crediti deteriorati + 51% delle azioni	15 Mio EUR di crediti acquistati da banche	In portafoglio
Costa Edutainment S.p.A.	Gestione di strutture pubbliche e private dedicate ad attività di intrattenimento educativo	2022	Acquisto 10% delle azioni mediante aumento di capitale + emissione bond convertibile	5 Mio EUR di aumento capitale; 35 Mio EUR emissione bond convertibile	In portafoglio

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

- *Snaidero Rino S.p.A.*: il fondo in precedenza aveva siglato con le banche creditrici di Snaidero (tra cui UniCredit, Mediocredito, Mps, Banco Bpm e Bnl BnpParibas) un accordo per acquisire il debito della società per un corrispettivo attorno al 65% del valore nominale (pari a 23,6 Mio EUR);
- *Costa Edutainment S.p.A.*: il bond convertibile da 35 Mio EUR è stato sottoscritto dal fondo CCR II, insieme ad Illimity Bank e al fondo Azimut Eltif Private Debt - Capital Solutions, gestito da Muzinich & Co. Sgr. Alla conversione del bond nel 2026, DeA Capital avrà una quota del 40%.

4.2. Pillarstone S.p.A.

Pillarstone S.p.A. è una piattaforma di investimento nel mercato degli NPL. È stata fondata nel 2015 dalla collaborazione tra l'attuale management team e il private equity KKR & Co. Inc., una delle principali società di investimento su scala globale, con le banche Unicredit e Intesa Sanpaolo. Pillarstone interviene in situazioni di crisi aziendale offrendo supporto finanziario, operativo e industriale con l'obiettivo di invertire la rotta

recessiva e ripristinare condizioni virtuose per una crescita stabile e di lungo periodo. L'attività di Pillarstone Italy è partita nel 2015 con l'acquisizione di un portafoglio di crediti da Intesa San Paolo e Unicredit – a cui si sono poi aggiunte anche Carige, Mps e Bper – verso cinque società, per un valore di circa 1 miliardo di EUR. Si tratta di Manucor, Burgo, Lediberg, Alfa Park e Cuki. A quel portafoglio di crediti si sono poi aggiunti quelli di Sirti e Premuda.

Figura 2 – AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Pillarstone



Fonte: sito web Pillarstone S.p.A. (<https://www.pillarstone.com>)

4.2.1. *Portafoglio Pillarstone*

Tabella 3 – Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Pillarstone

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Capitale/crediti acquistati	Exit
Cuki	Prodotti per la conservazione degli alimenti	2015	Acquisto crediti deteriorati da UniCredit e Intesa Sanpaolo	> 100 Mio EUR	2018
Lediberg	Produzione di agende e notebooks	2015			N/A

Magicland	Società italiana proprietaria dell'omonimo parco divertimenti situato in Valmontone	2015	Acquisto crediti deteriorati da UniCredit e Intesa Sanpaolo	> 115 Mio EUR	In portafoglio
Manucor	Produzione di film in polipropilene per il packaging flessibile e per etichette	2015			2019
Burgo	Produzione di carte grafiche, carte speciali e carte per cartone ondulato	2015	Acquisto crediti deteriorati da UniCredit e Intesa Sanpaolo	> 190 Mio EUR	2020
Premuda	Servizi di trasporto marittimo e noleggio di navi per il trasporto di rinfuse liquide e secche	2016	Acquisto crediti deteriorati da UniCredit, Intesa Sanpaolo e Banca Carige	> 270 Mio EUR	In portafoglio
Sirti	Sviluppo delle infrastrutture di rete e dei servizi digitali e cybersecurity	2016	Acquisto crediti deteriorati da Intesa Sanpaolo	285 Mio EUR	In portafoglio
Foi & Vitali Elettrodotti	Gestione e manutenzione di linee elettriche ad alta-media-bassa tensione	2016	Acquisizione intero capitale sociale per il tramite di Sirti S.p.A., a sua volta divenuta parte del gruppo Pillarstone a partire dall'agosto 2016	N/A	2022

Rizzo-Bottiglieri-De Carlini Armatori (RBD)	Trasporto marittimo	2017	Acquisto crediti deteriorati da Banco di Napoli, Banca Mps e Mps Capital Services	560 Mio EUR di crediti acquistati (246 Mio da Banco di Napoli, 187 Mio da Banca Mps, 127 Mio da Mps Capital Services)	Fallita a inizio 2018
Wellcomm Engineering	Cybersecurity	2019	Acquisto del 75% di Wellcomm per il tramite di Sirti tramite aumento di capitale	12,5 Mio EUR di aumento capitale	2019

Fonte 1: Elaborazione personale dell'autore

Oltre agli investimenti in portafoglio, Pillarstone, in forza di appositi accordi contrattuali, svolge anche il ruolo di investment advisor dei fondi in gestione a IQ-EQ Fund Management (Ireland) Limited: *Fi.Nav Fund* e *RSCT Fund*. Quest'ultima è una società di diritto irlandese di gestione del risparmio autorizzata dalla Banca Centrale di Irlanda alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e abilitata all'istituzione e gestione di fondi comuni di investimento.

Fi.Nav Fund è un fondo comune di investimento alternativo italiano multi-comparto di tipo chiuso destinato ad acquisire crediti e attivi inerenti al settore del trasporto marittimo. Inizialmente Pillarstone aveva rilevato 300 milioni di EUR di crediti deteriorati shipping da Intesa Sanpaolo e Unicredit, verso i gruppi armatoriali Motia, Perseveranza di Navigazione, Elbana di Navigazione, Morfini e Finaval, ma nei mesi successivi *Fi.Nav* ha poi condotto un secondo closing, sempre con crediti apportati dalle stesse banche, arrivando così al mezzo milione. Con questo fondo Pillarstone continua a consolidare la propria presenza nello shipping, già avviata con l'acquisizione dell'intero capitale sociale in Premuda e l'acquisto di navi dalla procedura concorsuale di Rizzo-Bottiglieri-De Carlini Armatori. *RSCT Fund (Responsible & Sustainable Corporate Turnaround Fund)* è il secondo fondo per la gestione e la valorizzazione di crediti corporate Utp finalizzata al risanamento e al rilancio di aziende italiane. Un pool di banche ha trasferito al fondo un portafoglio di crediti verso 14 società operanti in diversi settori, tra cui retail, consumer

and industrial goods, manufacturing, IT services & infrastructure, logistica e leisure. Tra questi, ci sono i crediti verso Pittarosso, la catena di negozi che vende borse e calzature e Italtel, storica società di telecomunicazioni. Più di recente nel 2022, sempre in tema di scarpe, il fondo ha acquisito il 70% di Scarpe & Scarpe, grazie alla conversione in equity del debito della società rientrando nel portafoglio di Utp.

Tabella 4 – Fondi in gestione a Pillarstone

Fondo	Nascita	Forma di investimento	Modalità di investimento	Crediti raccolti	Creditore originario
Fi.Nav Fund	2019	Turnaround	Acquisto crediti e attivi inerenti al settore del trasporto marittimo.	500 Mio EUR	UniCredit e Intesa Sanpaolo
RSCT Fund	2020	Turnaround	Gestione e valorizzazione di crediti corporate Utp finalizzata al risanamento e al rilancio di aziende italiane	600 Mio EUR	Intesa Sanpaolo, Banca Imi, Unicredit, BPER Banca, Crédit Agricole Italia e Crédit Agricole FriulAdria

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

4.3. Oxy Capital Italia S.r.l.

Oxy Capital è una società di investimento in Private Equity fondata nel 2015 e avente sede a Milano e Lisbona. *Oxy Capital Italia S.r.l.* è stata fondata con l'obiettivo di aiutare il sistema imprenditoriale e creditizio italiano in modo da rilanciarne e valorizzarne il patrimonio industriale e il know-how. Ciò avviene attraverso il lavoro in partnership con imprenditori e creditori e schemi innovativi che possano garantire un allineamento di interessi tra le parti coinvolte. Oxy assume il controllo delle imprese in cui investe e fornisce anche supporto in termini di risorse finanziarie e umane, in modo da far leva sui punti di forza di quelle società che si trovano in situazione di distress finanziario ma i cui

prodotti, marchi, posizionamento di costo e valori aziendali li rendano importanti per tutti gli stakeholders (clienti, fornitori e investitori).

Figura 3 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Oxy Capital



Fonte: sito web Oxy Capital Italia S.r.l. (<https://oxycapital.it/>)

Le imprese target tipicamente devono avere ricavi compresi tra 50 e 500 milioni di EUR e un Net Debt da 5 a 20 volte l'EBITDA.

4.3.1. Portafoglio Oxy Capital Italia

Tabella 5 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio ad Oxy Capital Italia

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo investito	Exit
Ferrolì	Produzione e commercializzazione di sistemi di comfort di calore e condizionamento	2016	Apporto nuova finanza in qualità di DIP financing per l'acquisto del 60% delle azioni	61,5 Mio EUR di nuova finanza (condivisa con Attestor Capital)	In portafoglio con una quota del 96%
Olio Dante	Mercato dell'olio di oliva e vegetale	2016	Aumento di capitale per	>20 Mio EUR di nuova finanza (condivisa)	In portafoglio con una

			l'acquisto del 52% delle azioni	con Attestor Capital)	quota del 55%
Manuli Stretch	Produzione di imballaggi flessibili in polipropilene per uso industriale	2018	Apporto nuova finanza super senior per l'acquisto dell'80% delle azioni	12 Mio EUR di nuova finanza	In portafoglio
Gpack	Produzione di scatole e astucci in cartone per i mercati del lusso, farmaceutico, cosmetico e food & beverage.	2021	Immissione di nuova finanza e linee factoring da parte di Illimity	14 Mio EUR di nuova finanza da Illimity; 18 Mio EUR di linee factoring da Illimity	In portafoglio
Stefanel	Grandi magazzini	2017	Erogazione di nuova finanza insieme ad Attestor per l'acquisto del 71% delle azioni	10 Mio EUR nuova finanza insieme ad Attestor	2019

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

- *Gpack*: Oxy Capital non ha fatto alcun investimento ma co-investirà nell'operazione apportando la propria esperienza manageriale e assumendo il ruolo di azionista di controllo del Gruppo con il 95% delle quote. L'intero ammontare investito proviene da Illimity Bank;
- *Stefanel*: oltre al contributo di Oxy e Attestor, l'investimento ha previsto i) l'erogazione di nuova finanza per 12,5 Mio EUR garantita da Intesa Sanpaolo, Unicredit, Bnp Paribas, BancoBpm, Popolare di Vicenza e Veneto Banca, ii) l'erogazione di nuova finanza per 2,5 Mio EUR da Giuseppe Stefanel, iii) la conversione di 10 Mio EUR di debito delle banche in azioni di nuova emissione, iv) la conversione di 15 Mio EUR di debito delle banche in SFP. A giugno 2019

i creditori della società hanno respinto il piano di risanamento dei debiti con conseguente deposito da parte di Stefanel dell'istanza di rinuncia alla procedura di concordato preventivo e conseguente presentazione di un'istanza per la dichiarazione dello stato di insolvenza. Attestor Capital e Oxy Capital Italia nel 2019 possedevano il 75% della società.

4.4. QuattroR SGR S.p.A.

A fine 2006 inizia ad operare *QuattroR SGR S.p.A.*, una società di gestione del risparmio che gestisce un fondo di oltre 700 milioni di EUR. L'obiettivo è contribuire al rilancio di aziende italiane di medie e grandi dimensioni con importanti progetti di crescita attraverso il rafforzamento del patrimonio e supportare aziende in temporanea situazione di crisi ma con solidi fondamentali industriali e sempre con un EBITDA>0. *QuattroR* è un fondo nato inizialmente con la spinta propulsiva di Cassa depositi e prestiti assieme a Inail, Inarcassa e Cassa Forense con l'obiettivo di lanciare un fondo di restructuring pubblico o semi tale. Il fondo aveva annunciato il primo closing della raccolta a quota 711 milioni di EUR nell'aprile 2017 con target di 1,5 miliardi di EUR. Col tempo però l'iniziativa non si è dimostrata di successo e di recente Cdp Equity, la controllata di Cdp, è uscita dal veicolo. Attualmente QuattroR è controllata al 60% dal veicolo QR Partners S.r.l.

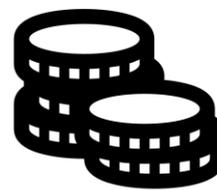
Figura 4 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in QuattroR



N/A
AUM



18
Professionisti



1
Fondo

Fonte: sito web QuattroR S.p.A. (<https://quattror.com/>)

La SGR interviene destinando le risorse del fondo al rafforzamento patrimoniale di aziende attraverso strumenti di equity e quasi equity, strumenti di debito e partecipazioni, ove strumentale per il completamento delle operazioni. La dimensione media del singolo investimento è compresa indicativamente tra i 50 e i 100 milioni di EUR e non è prevista alcuna specializzazione settoriale. Ad essere esclusi sono solo il settore immobiliare e quello finanziario.

4.4.1. Portafoglio QuattroR SGR

4.4.1.1. Fondo QuattroR

Tabella 6 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo QuattroR

Società	Settore	Anno di investimento	Forma di investimento	Modalità investimento	Importo investito	Exit
Fagioli	Servizi di ingegneria ad alto contenuto tecnologico nel settore dei trasporti, movimentazioni e sollevamenti speciali	2017	Expansion	Acquisto del 49% delle azioni	25,5 Mio EUR ammontare pagato	In portafoglio con una quota del 71%
Gruppo Cerdisa Ricchetti	Fabbricazione di piastrelle in ceramica per pavimenti e rivestimenti	2018	Turnaround	Acquisto crediti deteriorati + aumento capitale sociale per acquisto 41% delle azioni	34 Mio EUR di crediti acquistati; 14 Mio EUR di aumento capitale	In portafoglio

Burgo Group	Produzione e distribuzione di cellulosa, carte e cartone per imballaggi	2020	Turnaround	Acquisto del 91% del Gruppo attraverso un aumento di capitale + acquisto da Pillarstone Italy di SFP di Burgo	70 Mio EUR di aumento capitale; 54 Mio EUR di valore nominale SFP	In portafoglio
Trussardi	Commercio all'ingrosso di tessuti	2019	Turnaround	Acquisto del 60% della società attraverso un aumento di capitale	50 Mio EUR di aumento capitale	In portafoglio
Casalasco S.p.A.	Lavorazione di pomodoro italiano	2021	Expansion	Acquisto del 49% della società attraverso un aumento di capitale	100 Mio EUR di aumento capitale	In portafoglio
MTD	Progettazione e produzione di dispositivi medici	2022	Expansion	Ingresso nel capitale della società con il 90% delle quote	N/A	In portafoglio

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

Gruppo Ricchetti: i 14 milioni in realtà sono stati forniti da Finkéramos, la società veicolo, partecipata dal fondo (per il 65%) e dai soci storici, ove è stata conferita la partecipazione di controllo del Gruppo Ricchetti, pari al 62,4% del capitale sociale (poi aumentata al 100% ad aprile 2019 e rimasta tale sino ad oggi).

4.5. Ibla Capital S.r.l.

Fondata nel 2015, *Ibla Capital* è una investment company indipendente focalizzata su investimenti di Private Equity in piccole e medie imprese italiane. L'obiettivo della società in ogni investimento è la creazione di valore sostenibile in un'ottica di lungo termine attraverso l'adozione di un approccio operativo e imprenditoriale che gli permette di partecipare attivamente alla gestione delle società in portafoglio, in modo da guidarle verso la completa realizzazione del loro potenziale. Ibla Capital possiede anche le competenze necessarie per gestire situazioni di discontinuità nella vita dell'impresa, come nel caso di successione, turnaround e carve-out.

Figura 5 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Ibla Capital



Fonte: sito web Ibla Capital S.r.l. (<https://iblacapital.com/it/ibla-capital-investment-company/>)

La strategia adottata prevede investimenti di controllo in società manifatturiere e di servizi in numerosi mercati, con particolare focus sui seguenti: meccanica, componentistica, packaging, alimentare, chimica, farmaceutico, dispositivi medici, cosmetica. Le imprese target tipicamente devono avere un fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di EUR. L'orizzonte temporale degli investimenti è di 3-7 anni e gli investitori sono istituzioni di primissimo piano, europee e statunitensi (fondi pensione, assicurazioni, università e fondazioni, direttamente o tramite primari asset manager europee) e per garantire un completo allineamento di interessi anche i manager di Ibla Capital investono capitali propri nei fondi.

4.5.1. Portafoglio Ibla Capital

4.5.1.1. Fondo Ibla Industries

È uno dei due fondi gestiti da Ibla dedicato alle attività di turnaround con l'appoggio dell'asset manager *Clearsight Investments*.

Tabella 7 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Ibla Industries

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo Investimento	Exit
Natural Way Laboratories	Produzione integratori alimentari conto terzi	2016	Acquisto 100% del capitale della società	N/A	2021
Presotto Industrie Mobili	Produzione e commercializzazione di mobili di alta qualità per zona giorno e notte	2018	Acquisto 95% del capitale della società	4,5 Mio EUR	Fallita a novembre 2021
Assio	Produzione di mobili imbottiti per l'industria dell'arredamento e per il contract	2019	Acquisto del 100% del capitale della società	N/A	2021

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

4.5.1.2. Fondo Ibla Industries II

A marzo 2020 ha raggiunto l'hard cap di 30 milioni di EUR e avrà un focus su Pmi in tensione finanziaria che necessitano di un piano di ristrutturazione e di un rilancio dell'attività. L'investimento avverrà attraverso l'acquisizione di quote del capitale, beni

aziendali e/o debito di aziende industriali, con particolare attenzione al mondo del manufacturing. Il ticket di investimento sarà compreso tra 1 e 5 milioni di EUR.

Tabella 8 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Ibla Industries II

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo Investimento	Exit
MAN Oil & Marine	Produzione di tubi in gomma altamente tecnologici, per il trasferimento del petrolio in ambiente marino	2020	Acquisto del 100% del capitale della società	N/A	In portafoglio
Seko Industries	Realizzazione macchine e impianti per alimentazione zootecnica e per l'ecologia	2022	Acquisto del 100% del capitale della società	N/A	In portafoglio
Heila Cranes	Produzione e commercializzazione di gru marine, standard e personalizzate	2022	Acquisto del 100% del capitale della società	N/A	In portafoglio
Se.Fa.	Progettazione e stampaggio articoli in gomma per il settore delle caldaie e delle pompe di calore	2022	Acquisto del 100% del capitale della società attraverso emissione di un bond sottoscritto da Merito sgr	5 Mio EUR valore bond	In portafoglio

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

4.6. Wrm Group

Wrm Group è stato fondato nel 2009 ed è un gruppo di investimento indipendente specializzato in Private Equity, Real Estate e Special Situations. Il Gruppo ha come obiettivo quello di accedere, gestire e creare valore da asset illiquidi, turnaround e

situazioni di distressed, adottando strategie che puntano ad ottimizzare le asimmetrie di mercato o il mispricing temporaneo degli asset e investendo sull'intera struttura del capitale delle società target.

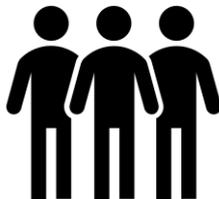
- *Special situations*: il valore viene creato nella negoziazione e nella strutturazione di transazioni complesse attraverso la struttura del capitale di imprese che affrontano una temporanea situazione di crisi nelle loro attività o nella loro struttura del capitale;
- *Private equity*: Wrm Group è attivo in operazioni di leveraged buyout, capitale di crescita, distressed capital e investimenti in capitale mezzanino. Gli investimenti riguardano società private o società quotate con liquidità limitata o flottante pubblico, spesso con caratteristiche simili a quelle delle società private. La strategia viene attuata partecipando attivamente alla governance e all'esecuzione del business plan, supportando le aziende nello sviluppo del capitale umano, nella ricerca di sinergie con altre società in portafoglio e con gli operatori del settore e nell'espansione internazionale;
- *Real estate*: Wrm acquisisce e gestisce un ampio portafoglio di immobili residenziali e commerciali di alto livello in Europa e negli Stati Uniti. Il processo di creazione del valore include la riqualificazione, la ristrutturazione, la riconversione o il restauro di immobili esistenti, con un significativo miglioramento del potenziale di reddito e altre iniziative di riduzione dei costi.

Figura 6 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Wrm Group



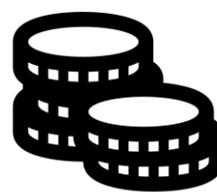
N/A

AUM



40

Professionisti



Investimento

Diretto

Fonte: sito web Wrm Group (<https://wrmgroup.net/it/>)

4.6.1. Portafoglio Wrm Group

Tabella 9 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Wrm Group

Società/Progetto	Settore	Anno di investimento	Forma di investimento	Modalità di investimento	Importo investito	Exit
Project Luce	-	2019	NPL	Acquisizione portafoglio di crediti deteriorati garantiti da 74 impianti fotovoltaici	180 Mio EUR crediti deteriorati	-
Gruppo Kipre	Mercato dei prosciutti crudi DOP di alta qualità	2020	Private Equity	Acquisizione 100% del capitale attraverso investimento nuove risorse	40 Mio EUR nuove risorse finanziarie	2021
Retelit	Telecomunicazioni	2018	Public Equity	Acquisto quote della società per contribuire al rilancio	N/A	2020
Banca Carige	Bancario	2018	Public Equity	Acquisto di 3 Mrd di azioni (corrispondente al 5,4% del capitale della banca) per contribuire al rilancio	N/A	2022

TAS Group	Fornitura soluzioni e servizi specialistici per la gestione dei sistemi di pagamento, della monetica, dei mercati finanziari e dell'extended enterprise	2016	Public Equity	Acquisto quota di minoranza indiretta nella società per contribuire al salvataggio aziendale	N/A	N/A
Auchan Retail Italia	Grande distribuzione organizzata	2019	Private Equity	Acquisto del 49% delle quote (pari a circa 1600 punti vendita)	1 Mrd EUR circa	In portafoglio o

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

Gruppo Kipre: a dicembre 2021 Rigamonti Salumificio ha rilevato per 82 milioni di EUR il Gruppo da Wrm.

4.7. Clessidra Capital Credit SGR S.p.A.

Clessidra Capital Credit SGR è una società controllata da Clessidra Holding S.p.A., società capogruppo del Gruppo Finanziario Clessidra, nonché piattaforma indipendente che opera negli investimenti alternativi, nell'asset management e nel factoring e in grado di offrire una ampia gamma di prodotti e servizi per investitori istituzionali e per la media impresa italiana con l'obiettivo di generare valore crescente e sostenibile per i propri stakeholders.

La SGR è una società indipendente di gestione del risparmio, operante nel settore del private credit, con focus sui fondi di turnaround e corporate credit, sia distressed che in bonis.

Figura 7 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Clessidra Capital Credit SGR



Fonte: sito web Clessidra Capital Credit SGR S.p.A. (<https://www.clessidragroup.it/>)

La società si propone come partner finanziario delle piccole e medie aziende italiane con solidi fondamentali industriali ed ambiziosi progetti di crescita, rafforzamento e turnaround.

4.7.1. Portafoglio Clessidra Capital Credit

4.7.1.1. Clessidra Restructuring Fund

Lanciato nel settembre 2019, Clessidra Restructuring Fund è un fondo di investimento alternativo chiuso riservato che si propone di fornire expertise industriale, competenze tecniche (in materia di strategie di composizione della crisi d'impresa) ed esperienza in materia di credito e di investimenti alternativi al servizio di imprenditori e del management con l'obiettivo di contribuire attivamente al progetto di rilancio e di creazione di valore della società in distress finanziario. Il Fondo è mono-comparto con classi di quote differenti:

- *Quote Crediti*: sottoscritte da undici istituti di credito e finanziari a fronte della cessione dei crediti vantati verso le aziende italiane in temporanea tensione finanziaria ma con solidi fondamentali industriali;
- *Quote Nuova Finanza*: sottoscritte da primari investitori istituzionali e liberate tramite versamenti per cassa finalizzati al sostegno dei progetti di ristrutturazione e rilancio delle aziende.

Il fondo gestisce assets per oltre 350 milioni di EUR e nel 2019 è riuscito a realizzare un fatturato cumulato di oltre 1,2 miliardi di EUR. Il portafoglio è diversificato per settore come segue: *furniture* (12%), *iron & steel* (13%), *diversified industrial product* (26%), *construction* (13%), *food & beverage* (19%), *marine applications* (6%), *consumer retail* (6%), *information & communication technology* (6%).

Tabella 10 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Clessidra Restructuring

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo investito	Exit
ITALTEL S.p.A.	Information & Communication Technology	2022	Acquisto 28% del capitale in seguito ad aumento capitale per cassa e, in via residuale, attraverso conversione di una porzione dei crediti vantati	56,3 Mio EUR di aumento capitale effettuato congiuntamente con Gruppo PSC e Gruppo TIM, di cui circa 48 Mio EUR per cassa	In portafoglio
Sisma S.p.A.	Personal, Home & Food Care	2020	Acquisto 50% del capitale in seguito a conversione dei crediti vantati dalle banche in capitale + erogazione di nuove risorse finanziarie	36 Mio EUR i debiti a medio termine acquistati e convertiti in azioni	In portafoglio
Acque Minerali	Imbottigliamento e distribuzione di	2022	Acquisto 24% della società in seguito a conversione in	15 Mio EUR di aumento di capitale;	In portafoglio

d'Italia S.p.A.	acque minerali e soft drink in Italia		capitale dei crediti vantati + sottoscrizione di un aumento di capitale per cassa	> 750 k EUR crediti convertiti	
--------------------	--	--	---	-----------------------------------	--

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

- *Sisma S.p.A.*: Clessidra e Magnetar hanno acquisito l'intero capitale dell'azienda tramite la conversione in azioni della quasi totalità dei crediti a medio e lungo termine, pari a circa 60 milioni di EUR. L'operazione prevedeva anche il mantenimento di 2 milioni di debiti a medio lungo termine e nuovi finanziamenti per 6 milioni al 2024. Clessidra aveva acquisito dagli istituti di credito finanziatori di Sisma debiti a medio termine della società per circa 36 milioni di EUR, Magnetar ha comprato il resto dei crediti a medio termine per un totale di 25 milioni e altri 6 milioni ormai finiti in pancia a Clessidra;
- *Acque Minerali d'Italia S.p.A.*: Clessidra Capital Credit ha acquisito, insieme a Magnetar, l'80% del capitale di Ami con un aumento di capitale pari a 50 milioni di EUR (56% all'americana Magnetar e 24% a Clessidra). Inoltre, l'accordo prevedeva anche l'acquisto pro-soluto da parte di Clessidra dei crediti di natura chirografaria vantati da Banca Mps e Bper Banca nei confronti di Acque Minerali d'Italia e la conversione a fondo perduto in una posta di patrimonio netto dei crediti ceduti per un importo pari al 10% del loro valore nominale e quindi per un importo non superiore a 750 mila EUR. Clessidra sottoscriverà l'aumento di capitale per cassa per 15 milioni di EUR, dedotto il corrispettivo di cessione dei crediti descritti in precedenza; mentre Magnetar sottoscriverà l'aumento per 35 milioni.

4.7.1.2. Clessidra Private Debt Fund

Clessidra Private Debt è il secondo fondo gestito da Clessidra Capital Credit. Perfezionato il primo closing a marzo 2022 con una raccolta superiore ai 130 milioni di EUR, il fondo finanzia imprenditori e manager di società italiane nei progetti industriali di crescita di aziende in bonis del lower-middle market. Il fondo offre una gamma di prodotti finanziari flessibile e su misura, favorendo l'evoluzione sostenibile dei processi di business. Expertise industriale, competenze tecniche (in materia di strategia di crescita), esperienza finanziaria (in materia di credito e di investimenti alternativi), capacità di strutturare operazioni di finanziamento con profili di ammortamento e di interessi flessibili offrendo un mix di prodotti che lascia il controllo e la gestione operativa delle attività nelle mani del management / proprietario esistente e integrazione dei principi ESG sono gli elementi distintivi di questo fondo. Attualmente sono quattro le aziende in portafoglio: *Gruppo Florence S.p.A.*, *Trime S.r.l.*, *M.G.M. S.p.A.*, *Candy Factory S.p.A.*

Oltre a Clessidra Capital Credit SGR, fanno parte del gruppo anche *Clessidra Private Equity SGR* e *Clessidra Factoring*, rispettivamente specializzate nelle attività di private equity e nel factoring.

4.8. Itaca Equity Holding S.p.A.

Itaca Equity è un progetto che nasce alla fine del 2020 da TIP (Tamburi Investment Partners S.p.A.) e da Sergio Iasi, Angelo Catapano e Massimo Lucchini, tre partner che hanno deciso di mettere a fattore comune network, esperienze personali e disponibilità ad investire direttamente in ogni operazione. *Itaca Equity* nasce come un interlocutore adeguatamente capitalizzato capace di mobilitare risorse finanziarie rilevanti ed in grado di intervenire in situazioni complesse al fine di intraprendere processi di riposizionamento strategico e di rilancio. Il focus è su operazioni di “special situations”, nel quale *Itaca* opera come advisor, restructuring manager ed equity provider ma non acquista crediti deteriorati né partecipa ad operazioni o aste su NPL o UTP. La società nata dai tre partner

mette a disposizione di aziende, banche creditrici e stakeholders coinvolti, competenze e capitali, diretti o tramite club deal ad hoc.

Da un punto di vista strutturale la società di turnaround, controllata al 60% dai tre partners ed al 40% da TIP, è la società attraverso cui verrà svolta l'attività di consulenza ed advisory sugli investimenti, mentre Itaca Equity Holding S.p.A., attraverso specifici veicoli societari, è la società finanziaria cui partecipano i Family Office, TIP e Itaca Equity S.r.l..

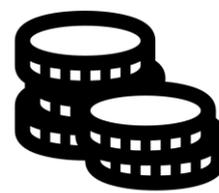
Figura 8 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Itaca Equity Holding



N/A
AUM



3
Professionisti



Investimento
Diretto

Fonte: sito web Itaca Equity Holding S.p.A. (<https://www.itacaequity.com/>)

Itaca Equity Holding, che ha raggiunto il target di raccolta di 600 milioni di EUR, si focalizza su aziende con un fatturato non inferiore ai 100 milioni di EUR (possibilmente oltre i 200 milioni), con concrete potenzialità industriali e con esigenze di nuovo equity per importi compresi indicativamente tra i 30 ed i 100 milioni di EUR (o anche più). Le società target dovranno possedere un modello di business valido e sostenibile, una leva finanziaria elevata e da riequilibrare e dovranno trovarsi in una temporanea crisi di liquidità da superare. Non vi sono specializzazioni settoriali, ma viene data priorità ad operazioni che possano portare ad aggregazioni, possibilmente all'interno di filiere e/o distretti produttivi in cui l'Italia eccelle. Rilancio e riposizionamento strategico devono completarsi entro un orizzonte di 2-3 anni.

4.8.1. *Portafoglio Itaca Equity Holding*

Tabella 11 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Itaca Equity Holding

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo investito	Exit
Landi Renzo Group	Componenti e sistemi di alimentazione a metano, gnl, gpl e idrogeno	2022	Aumento di capitale in cambio di una quota di minoranza nella newco che detiene la maggioranza del Gruppo Landi Renzo	39,4 Mio EUR	In portafoglio

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

Landi Renzo Group: i veicoli societari Girefin e Gireimm, che detengono il 59,16% di Landi Renzo, hanno sottoscritto con Itaca Equity Holding un «term-sheet» non vincolante sull'ingresso di Itaca nella newco che controllerà Landi Renzo. L'accordo prevede che i soci attuali conferiscano tutte le loro partecipazioni di Landi Renzo nella newco costituita e che cedano alla stessa «pro-soluto» i loro crediti verso la società fino a 18,1 milioni di EUR. Inoltre, Itaca sottoscriverà un aumento di capitale della newco sino a 39,4 milioni di EUR. A sua volta la newco utilizzerà tale provvista per sottoscrivere la propria quota parte dell'aumento di capitale di Landi Renzo, pari a 60 milioni di EUR, nonché l'eventuale inoptato, fino a massimi 50 milioni di EUR. Tamburi Investment Partners, singolo maggior azionista di Itaca, ha assunto l'impegno a garantire, per cassa, l'intera quota di Itaca nella newco fino a un massimo di 39,4 milioni di EUR. I soci attuali di Landi Renzo si sono invece impegnati a ottenere, tramite compensazioni volontarie e crediti, la quota di capitale necessaria per garantire l'aumento di capitale concordato. Il Ceo di Landi Renzo Cristiano Musi investirà nella newco 300.000 euro. La partecipazione dei soci attuali nella newco sarà comunque uguale o superiore al 51% del capitale; quindi, questi ultimi manterranno il controllo di diritto e di fatto della newco e, indirettamente, di Landi Renzo.

4.9. Illimity SGR S.p.A.

Illimity SGR è una società specializzata negli investimenti alternativi, con l'obiettivo di offrire alle aziende italiane con potenziale industriale e strategico, anche se in situazione di temporanea difficoltà, un nuovo supporto finanziario, consulenziale e manageriale. Ciò avviene attraverso la promozione e la gestione di fondi di investimento alternativi specializzati in crediti alle imprese, l'individuazione e l'implementazione di strategie per rilanciare, sviluppare e valorizzare aziende esposte a situazioni temporanee di tensione finanziaria e la fornitura di supporto all'impresa e al suo management con una logica industriale e professionale. La SGR fa parte del Gruppo Illimity, la banca che fornisce credito a imprese ad alto potenziale (anche se con rating basso o senza rating), incluso il segmento delle PMI non-performing, che acquista crediti distressed corporate, con o senza garanzia, e che offre servizi innovativi di banca diretta digitale per la clientela retail e corporate.

La divisione del distressed credit si è rivelata il principale motore per ricavi e redditività di Illimity Bank nel 2022. Lo scorso anno i volumi di crediti netti verso la clientela della divisione distressed credit sono ammontati a 1,5 miliardi di EUR, il 18% in più da dicembre 2021 e il 14% da settembre 2022. In totale i crediti acquisiti nel 2022 ammontano a circa 418 milioni (in termini di valore netto), in crescita di circa il 50% rispetto all'anno precedente. Nel corso dei trimestri precedenti Illimity aveva, infatti, effettuato importanti acquisizioni di portafogli Npe, come gli 1,3 miliardi rilevati da Unicredit a fine giugno e l'acquisto di un portafoglio di Utp secured del valore di oltre 340 milioni dal gruppo Mps.

Figura 9 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Illimity SGR



Fonte: sito web Illimity SGR S.p.A. (<https://www.illimitysgr.com/>)

4.9.1. Portafoglio Illimity SGR

4.9.1.1. Illimity Credit & Corporate Turnaround Fund

Lanciato nel 2020 con un target di raccolta di 350 milioni e un hard cap a quota 600 milioni, Illimity Credit & Corporate Turnaround (Icct) è un fondo dedicato agli investimenti in crediti UTP verso PMI con prospettive di risanamento e rilancio operanti in settori fortemente diversificati. Il fondo ha annunciato un primo closing ad aprile 2021 a quota 200 milioni di EUR, grazie al conferimento di crediti vantati da 7 istituti e gruppi bancari (Banca Popolare di Sondrio, Banca Sella, Banco Desio, Bnl Gruppo Bnp Paribas, BPER Gruppo, Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea, Gruppo La Cassa di Ravenna) verso 33 aziende operanti in settori diversificati. La dotazione iniziale di cassa – sottoscritta da investitori professionali, inclusa Illimity Bank, ammontava a 25 milioni di EUR. A fine dicembre 2021 era stata raggiunta una raccolta complessiva di 280 milioni di EUR grazie nuovi closing per circa 80 milioni di EUR. I nuovi crediti sono stati conferiti sia dai quotisti del Fondo, che hanno così ampliato la loro sottoscrizione, sia da due nuovi gruppi bancari.

A oggi il fondo ha acquisito più di 350 milioni di EUR di crediti Utp da 11 gruppi bancari, oltre ad avere raccolto 30 milioni da investitori professionali.

Tabella 12 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Iccf

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo Investimento	Exit
Gruppo Schneider	Commercio di lane fini, cashmere, seta e fibre pregiate	2022	Acquisto crediti UTP e concessione nuove linee di factoring	57 Mio EUR crediti UTP acquistati	In portafoglio
Gruppo Nespoli	Produzione e commercializzazione di pennelli, rulli e strumenti professionali per la pittura e l'edilizia leggera	2022	Ingresso nel capitale della società con una percentuale del 5%, con opzione per salire al 15% + concessione nuove linee di factoring	N/A	In portafoglio
Varvel S.p.A.	Progettazione e realizzazione sistemi di trasmissione di potenza per applicazioni industriali	2023	Acquisto 54% del capitale della società	N/A	In portafoglio
Duplomatic Automation S.p.A.	Fabbricazione di macchine per la formatura dei metalli e di altre macchine utensili	2021	Acquisto 100% del capitale della società	N/A	In portafoglio

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

4.9.1.2. Illimity Real Estate Credit Fund

Lanciato nel 2022, Illimity Real Estate Credit (Irec) è un fondo dedicato agli investimenti in crediti deteriorati, principalmente UTP, garantiti da beni immobiliari, sia sotto forma di crediti ipotecari che di contratti di leasing. Il portafoglio inizialmente includeva crediti per un ammontare lordo complessivo quasi del tutto garantito, di oltre 170 milioni di EUR

verso 77 società operanti prevalentemente nel settore immobiliare con attività fortemente diversificate (industriale, commerciale, residenziale, energia, etc). Tali crediti sono stati ceduti da gruppi bancari già quotisti del primo fondo di Illimity SGR, nonché dalla stessa Illimity Bank. Grazie al nuovo closing effettuato a fine gennaio 2023, sono stati apportati al Fondo crediti per circa 95 milioni di EUR di valore nominale, che hanno fatto salire la raccolta a circa 270 milioni di EUR.

4.10. Phi Industrial

Fondata nel 2006, *PHI Industrial Acquisitions* è una società di private equity con sede a Madrid. La società, specializzata in investimenti industriali, opera con un modello di business imprenditoriale basato sull'acquisizione e la crescita di aziende industriali e di servizi. Attraverso un approccio intraprendente e attivo, il fondo si pone l'obiettivo di creare valore strategico a lungo termine in modo da far crescere con successo i marchi e il business delle aziende in portafoglio. Phi Industrial decide di investire in società che stanno vivendo:

- *Cambiamento tecnologico*, dunque quando necessitano notevoli investimenti per diventare competitivi;
- *Cambiamento strutturale*;
- *Sfide di successione*, ovvero quando è richiesto un nuovo team di gestione;
- *Sfide finanziarie*, quindi quando richiedono una ristrutturazione finanziaria per recuperare la redditività;
- *Spin-off societari*, ovvero in caso di dismissioni e carve-out.

Figura 10 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Phi Industrial



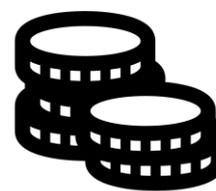
N/A

AUM



20

Professionisti



Investimento

Diretto

Fonte: sito web Phi Industrial (<https://phi-industrial.com/>)

Le aziende target devono avere un fatturato compreso tra i 20 e i 250 milioni di EUR, non sono previste specializzazioni settoriali, ad eccezione di quello finanziario e immobiliare che sono esclusi, e le imprese devono essere europee. L’investimento prevede l’acquisto di quote di maggioranza.

4.10.1. Portafoglio Phi Industrial

Tabella 13 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio a Phi Industrial

Società	Settore	Anno di investimento	Forma di investimento	Modalità investimento	Importo investito	Exit
Boglioli	Abbigliamento maschile	2017	Turnaround	Acquisto 98% del capitale della società	N/A	In portafoglio
Brevi Milano S.p.A.	Prima infanzia	2018	Turnaround	Acquisto 100% del capitale della società	N/A	Fallita a dicembre 2021
Mascioni	Tessile	2015	Turnaround	Acquisto 70% del capitale della società +	150 k EUR acquisto	In portafoglio

				aumento capitale per salire al 72%	70% delle quote	
--	--	--	--	---------------------------------------	--------------------	--

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

Brevi Milano S.p.A.: nel 2018 l'acquisizione da parte del fondo internazionale Phi si conclude con la firma di un accordo di risanamento del debito. A fine 2020 in seguito a una seconda crisi viene ammessa dal Tribunale al concordato pieno con continuità aziendale. A fine 2021 Brevi Milano presenta istanza di fallimento.

4.11. Azimut Capital Management SGR S.p.A.

Azimut Holding S.p.A. è il principale gestore patrimoniale indipendente italiano che opera nel settore dell'Asset Management, Wealth Management, Investment Banking e Fintech, al servizio di privati e imprese con l'obiettivo di generare valore per gli investitori e di supportarne la crescita tramite strumenti di equity e di debito. Società per azioni quotata alla Borsa di Milano, il gruppo è leader in Italia e opera in 18 Paesi del mondo, con particolare attenzione ai mercati emergenti.

Azimut Holding comprende diverse società attive nella vendita, gestione e distribuzione di prodotti finanziari e assicurativi, con sedi legali principalmente in Italia, Australia, Brasile, Cile, Cina (Hong Kong e Shanghai), Egitto, Irlanda, Lussemburgo, Messico, Monaco, Portogallo, Singapore, Svizzera, Taiwan, Turchia, Emirati Arabi Uniti e USA. In Italia, *Azimut Capital Management SGR* vende e gestisce fondi comuni di investimento italiani, fondi di investimento alternativi italiani, oltre ad essere attiva nella gestione discrezionale di portafogli di investimento individuali. Inoltre, Azimut Capital Management SGR distribuisce in Italia i prodotti del Gruppo e di terzi attraverso una rete di promotori finanziari, mentre Azimut Libera Impresa si concentra sul business degli alternativi. Le principali società estere sono Azimut Investments SA (fondata in Lussemburgo nel 1999), che gestisce i fondi multi-strategy AZ Fund 1 e AZ Multi Asset,

e l'irlandese Azimut Life DAC, che offre prodotti assicurativi sulla vita. Il Gruppo può contare su oltre 400 mila clienti, circa 1.500 dipendenti e all'incirca 1.860 consulenti finanziari e al 31 maggio 2023 possiede 83,7 miliardi di EUR di AUM (di cui 26,8 miliardi di Assets under Custody, 44 miliardi dai fondi di investimento e 16,2 miliardi da attività di gestione di portafogli di investimento individuali). Il 55,9% degli assets in gestione sono italiani, mentre il 27,3% provengono da investimenti nel mercato americano.

Figura 11 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in Azimut Capital Management SGR



Fonte: sito web Azimut Capital Management SGR S.p.A. (<https://www.azimut.it/>)

4.11.1. Portafoglio Azimut Holding S.p.A.

Azimut ha lanciato e/o gestisce numerosi fondi pubblici e privati, ovvero fondi che offrono soluzioni di investimento su strumenti rispettivamente quotati su mercati pubblici e regolamentati e legati a mercati non quotati. Nel primo caso sono 357 i fondi gestiti dal Gruppo, i quali offrono opportunità d'investimento in strumenti di equity, a reddito fisso e in classi di assets alternativi. Invece, per quanto riguarda la seconda tipologia di fondi sono in totale 63 quelli in gestione ad Azimut e anche questi forniscono un'ampia gamma di soluzioni d'investimento nel private debt, nel private equity, nel venture capital, nel real assets e in altri settori.

Tra i fondi nati con l'obiettivo di intervenire in soccorso ad aziende che si trovano ad affrontare periodi di distress finanziario vi è *AZIMUT ELTIF - Private Debt Capital Solutions*.

4.11.1.1. AZIMUT ELTIF - Private Debt Capital Solutions Fund

Azimut Investments S.A. è la società che agisce in qualità di società di gestione di AZIMUT ELTIF, il Fondo di investimento alternativo costituito a febbraio 2020 e che ai sensi del Regolamento ELTIF viene qualificato come un fondo europeo di investimento a lungo termine. Il Fondo è stato costituito come fondo a comparti multipli con la possibilità da parte della società di istituire in qualsiasi momento più comparti, ognuno dei quali corrisponderà ad una parte distinta delle attività e delle passività del Fondo. Le caratteristiche e le politiche d'investimento variano a seconda del Comparto e, salvo qualche eccezione, ciascuno di essi è costituito in una struttura d'investimento di tipo chiuso.

AZIMUT ELTIF - Private Debt Capital Solutions Fund è un comparto che opera nell'ambito di strategie di Rescue Finance con l'obiettivo di intervenire in PMI solide e con un business operativo funzionante ma in difficoltà transitoria e che dunque necessitano di investimenti di breve e medio termine e di un supporto nel processo di risanamento. Le attività d'investimento ammissibili comprendono strumenti di debito (compresi prestiti), strumenti debt-to-equity (inclusi, ma non limitati a, obbligazioni convertibili contingenti, obbligazioni convertibili obbligatorie e obbligazioni mezzanine), capitale privato o quotato e titoli connessi e assimilabili ad azioni (come i titoli convertibili) emessi da imprese di portafoglio ammissibili. Le imprese target devono avere un fatturato compreso tra 30 e 200 milioni di EUR, con preferenza per i settori alimentare, GDO, trasporti, media, ICT, telco, distribuzione, healthcare, plastica e gomma, manifatturiero, edilizia, immobiliare. Il Comparto investe in società costituite, aventi sede legale o che svolgono gran parte dell'attività nello Spazio economico europeo

(per un totale del 30% del capitale raccolto), con un focus primario sull'Italia (70% del capitale).

Azimut ha delegato le proprie funzioni di gestione del portafoglio del Comparto a Muzinich & Co. SGR S.p.A., società di diritto italiano che opera in qualità di Gestore degli investimenti del Comparto in base ad un accordo di gestione degli investimenti. A giugno 2021 il Comparto ha finalizzato il closing a quota 150 milioni di EUR.

Tabella 14 - Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al fondo Azimut Eltif - Private Debt Capital Solutions

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo investito	Exit
Dopla S.r.l.	Produzione di stoviglie, bicchieri in plastica e contenitori monouso per alimenti	2023	Acquisto, tramite una newco controllata al 100%, del ramo aziendale Dopla S.r.l. e successivo investimento	20 Mio EUR	In portafoglio
Canepa	Produzione e vendita di tessuti	2021	Acquisto 43% del capitale in seguito a immissione di risorse finanziarie in equity e debito sottoscritte da AZ Eltif Capital Solutions, Invitalia e lo stesso azionista di maggioranza dell'azienda, Michele Canepa	18 Mio EUR nuove risorse finanziarie	In portafoglio
AVR S.p.A.	Gestione e manutenzione stradale e del verde e arredo urbano e settore dei servizi ambientali, nei segmenti dei servizi di igiene urbana, degli impianti di	2023	Iniezione di risorse finanziarie in seguito ad operazione di private debt	14,5 Mio EUR nuove risorse finanziarie	Non è stato previsto l'acquisto di quote

	trattamento rifiuti e di bonifica di siti contaminati				
Costa Edutainment S.p.A.	Gestione di strutture pubbliche e private dedicate ad attività di intrattenimento educativo	2022	Emissione bond convertibile in seguito ad operazione di private debt	35 Mio EUR emissione bond convertibile	Non è stato previsto l'acquisto di quote
Synergas	Trasporto marittimo e costiero di merci	2022	Iniezione di risorse finanziarie in seguito ad operazione di private debt	26,2 Mio EUR nuove risorse finanziarie	Non è stato previsto l'acquisto di quote

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

4.12. J.P. Morgan Global Alternatives

J.P. Morgan Asset Management è la divisione di gestione del risparmio di J.P. Morgan Chase & Co, una delle principali società di servizi finanziari a livello mondiale che con i suoi oltre 240.000 dipendenti in tutto il mondo è leader negli investimenti bancari, nei servizi finanziari per i consumatori e le piccole imprese, nelle banche commerciali, nell'elaborazione delle transazioni finanziarie e nella gestione patrimoniale. Con oltre 2.400 miliardi di USD di patrimonio in gestione, J.P. Morgan Asset Management è uno dei principali gestori patrimoniali per privati, consulenti e istituzioni. I professionisti degli investimenti sono dislocati in tutto il mondo e forniscono strategie che coprono l'intero spettro delle classi di attivo. J.P. Morgan Asset Management ha oltre 600 strategie di investimento gestite attivamente. A livello globale i suoi dipendenti sono distribuiti in 16 Paesi nel continente americano, nella regione Emea (Europa, Medio Oriente e Africa) e nella regione Asia Pacifico e questo gli permette di avere una presenza locale integrata a livello globale in tutte le principali aree economiche e fusi orari. I professionisti degli investimenti sono dislocati principalmente a Londra, Hong Kong, Tokyo, New York e Columbus (Ohio). Oggi conta su oltre 1.160 professionisti degli investimenti, tra gestori di portafoglio, trader e analisti di ricerca, e circa 203 fondi. In Italia è tra i maggiori gestori

esteri con un patrimonio in gestione di circa 45,1 miliardi di EUR e offre un'ampia gamma di fondi comuni che spazia dall'obbligazionario europeo, statunitense e dei mercati emergenti e dall'azionario tradizionale ai fondi specializzati, bilanciati e flessibili. Nel febbraio del 2018 è inoltre entrata nel mercato italiano degli ETF con la quotazione dei suoi primi strumenti in Italia.

JP Morgan Global Alternatives è la divisione investimenti alternativi di JP Morgan Asset Management che offre strategie in tutto lo spettro degli investimenti alternativi, tra cui immobiliare, private equity, private credit, hedge fund, real asset e alternative liquide. La società opera da uffici in tutte le Americhe, Europa e Asia Pacifico, con l'obiettivo di fornire conoscenze specialistiche, vaste risorse e la potente infrastruttura di J.P. Morgan per aiutare a soddisfare gli obiettivi specifici di ogni cliente.

Figura 12 - AUM, fondi in gestione e numero di professionisti che operano in JP Morgan Global Alternatives



Fonte: sito web JP Morgan Asset Management (<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/>)

4.12.1. Portafoglio J.P. Morgan Global Alternatives

Tra i tanti fondi lanciati e/o gestiti da J.P. Morgan, *Lynstone Special Situations Fund II* è il fondo nato con l'obiettivo di intervenire in soccorso ad aziende in temporanea situazione di distress finanziario.

4.12.1.1. *Lynstone Special Situations Fund II*

Lynstone Fund II investe in situazioni di stress, distressed e legate agli eventi nei mercati privati e pubblici europei e nordamericani attraverso la struttura del capitale, dove le attività sottostanti sono potenzialmente scontate a causa di illiquidità o perturbazioni del mercato e dove un evento o un catalizzatore ha un forte potenziale per generare un rendimento totale positivo.

A giugno 2022 J.P. Morgan Asset Management ha annunciato la chiusura definitiva di Lynstone Special Situations Fund II, con 2,4 miliardi di USD di capitale raccolto da un'ampia gamma di investitori istituzionali, tra cui di fondi pensione, compagnie assicurative, fondazioni e gestori patrimoniali nelle Americhe, Europa, Australia e Asia. Lynstone Fund II, che ha superato l'obiettivo di 2 miliardi di USD, rappresenta il secondo fondo del team *Global Special Situations (GSS)* da 3,5 miliardi di USD di J.P. Morgan Asset Management. Il team GSS opera come parte di JP Morgan Global Alternatives, la piattaforma da 218 miliardi di USD che spazia dal settore immobiliare, alle infrastrutture, ai trasporti, agli hedge fund, al private equity, al credito privato e alle alternative liquide.

Tabella 15 - *Elenco investimenti realizzati o attualmente in portafoglio al Lynstone Special Situations Fund II*

Società	Settore	Anno di investimento	Modalità investimento	Importo investito	Exit
Pernigotti	Produzione di cacao, cioccolato, caramelle e confetterie	2022	Acquisto >50% delle quote societarie	N/A	In portafoglio
Walcor	Produzione di cacao, cioccolato, caramelle e confetterie	2022	Ingresso nel capitale della società con il 73% e immissione nuove risorse finanziarie	15 Mio EUR circa nuove risorse finanziarie	In portafoglio

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Note

- *Pernigotti*: il riassetto societario arriva in contemporanea a un'operazione di finanziamento di 10 milioni di EUR operata da Illimity Bank a favore di Pernigotti. L'intervento di Illimity è principalmente finalizzato a supportare le esigenze di liquidità di Pernigotti, garantendone la piena operatività in una fase strategica per il rilancio della società;
- *Walcor*: J.P. Morgan Asset Management e Invitalia hanno affiancato il socio Aldo Santini, fratello del fondatore, nell'investimento di 25 milioni di EUR nella azienda dolciaria in concordato preventivo. Nel dettaglio, Invitalia ha fornito un supporto finanziario complessivo di 10 milioni di EUR ripartiti tra aumento di capitale (3,6 milioni), finanziamento "quasi equity" (per oltre 4,6 milioni) e contributi a fondo perduto nell'arco del triennio successivo (2 milioni) a tutela dell'occupazione. Invece, JP Morgan ha fornito insieme al socio Aldo Santini i restanti 15 milioni.

Il fondo precedente, Lynstone Special Situations Fund I, chiuso a ottobre 2019, aveva invece raccolto 1,06 miliardi di USD, superando l'obiettivo di 750 milioni.

4.13. Sintesi overview operatori

Di seguito una tabella riepilogativa degli operatori fin qui analizzati, con l'obiettivo di facilitarne il confronto sulla base di alcune variabili che ne determinano l'area e la dimensione operativa.

Figura 13 – Sintesi mappatura operatori italiani del distress investing

Operatori	Settore d'investimento	Professionisti	Med €		Numero fondi	Imprese target	Dimensione fondo
			AUM	EV			
DeA Capital S.p.A. DeA Capital Alternative Funds SGR S.p.A. IDea CCR I Fund IDea CCR II Fund	Real estate, Credit e Private Equity, Multi-asset/Multi-manager Private Equity, Turnaround, NPL	+300 +60	27,1 5,8	+70 19	N/A	263 301	
Pillarstone S.p.A. Fi Nov Fund RSCT Fund	Turnaround	18	+2,5	2	N/A	500 600	
Oxy Capital Italia S.r.l.	Private Equity, Turnaround, Real Estate, Listed securities	5	N/A	0	Fatturato tra 50 e 500 Mio e Net Debt da 5 a 20 volte EBITDA	-	
Quattrofi SGR S.p.A. Quattrofi Fund	Private Equity, Turnaround	18	N/A	1	Aziende italiane medio-grandi con EBITDA>0	+700	
Ibia Capital S.r.l. Ibia Industries Fund Ibia Industries II Fund	Private Equity, Turnaround	7	N/A	2	Fatturato tra 10 e 50 Mio	30	
Wrm Group	Private Equity, Real Estate, Special Situations	40	N/A	0	N/A	-	
Clessidra Holding S.p.A. Clessidra Private Equity SGR S.p.A. Clessidra Factoring Clessidra Capital Credit SGR S.p.A. Clessidra Restructuring Fund Clessidra Private Debt Fund	Investimenti alternativi, asset management, factoring Private Equity Factoring Private Debt, Turnaround	16 27 15	N/A N/A N/A	4 0 2	EV tra 100 e 500 Mio N/A N/A	3.000 N/A 355 +130	
Itaca Equity Holding S.p.A.	Private Equity, Turnaround	3	N/A	0	Fatturato non inferiore ai 100 Mio EUR (possibilmente sopra i 200 Mio EUR) e con esigenze di nuovo equity tra i 30 ed i 100 Mio EUR (o anche più)	600	
Illimity SGR S.p.A. Illimity Credit & Corporate Turnaround Fund Illimity Real Estate Credit Fund	Investimenti alternativi	16	1,0	N/A	N/A	+380 270	
PHI Industrial	Private Equity, Turnaround	20	N/A	0	Fatturato tra 20 e 250 Mio EUR	-	
Azimut Holding S.p.A. Azimut Capital Management SGR S.p.A. Azimut ELTIF - Private Debt Capital Solutions Fund	Asset Management, Wealth Management, Investment Banking Investimenti comuni e alternativi italiani	+3000 114	83,7 0,3	+400 9	Fatturato tra 30 e 200 Mio EUR	150	
JP Morgan Asset Management JP Morgan Global Alternatives Lynstone Special Situations Fund II	Investimenti bancari, servizi finanziari, banche commerciali Investimenti alternativi	+1160 +700	+2.400,0 USD 2.18,0 USD	203 N/A	N/A	2.400 USD	

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

5. METODOLOGIA DI RICERCA

Questo capitolo fornisce una panoramica della metodologia utilizzata per condurre la ricerca volta a esplorare il panorama degli operatori italiani del *distress investing* e le modalità d'investimento da essi implementate su specifici assets (aziende) in portafoglio. La metodologia adottata ha seguito una serie di fasi al fine di raccogliere, organizzare e analizzare i dati necessari per il completamento di questo studio, e specificamente:

- **Mappatura degli operatori e degli investimenti**

Il primo passo consisteva nella mappatura degli operatori attivi nel campo del *distress investing* in Italia. Questa fase ha incluso la raccolta di informazioni relative agli operatori e agli investimenti attuali o passati nel loro portafoglio. Le informazioni sugli investimenti sono state prelevate dai siti web degli operatori, mentre i dettagli sugli investimenti, come l'anno del disinvestimento, la modalità d'investimento e l'importo investito, sono stati ricavati da fonti giornalistiche online specializzate nell'ambito del private equity, venture capital, private debt, NPL, e simili;

- **Creazione del database: raccolta e archiviazione dei bilanci aziendali**

Terminata la fase di mappatura, le informazioni raccolte sugli investimenti e sulle aziende coinvolte sono state impiegate per sviluppare un database dettagliato in formato Excel, seguendo un processo diviso in due fasi distintive. Nella prima fase, l'attenzione è stata rivolta alla creazione di diversi fogli, ognuno dei quali raccoglie i bilanci consolidati di vari esercizi delle aziende in crisi, ottenuti da AIDA. Poiché le aziende prese in esame presentano diverse date di investimento e disinvestimento, si è ritenuto conveniente scaricare dalla fonte AIDA tutti i bilanci disponibili. Questi documenti coprono un periodo che va approssimativamente dal 2012 e, in alcuni casi, si estendono fino al 2022, mentre in altri casi arrivano fino al 2021. Questi fogli rivestono un'importanza cruciale in quanto forniscono una panoramica sulle performance operative e finanziarie delle aziende in crisi durante un lungo arco temporale, il quale include anche il periodo in cui sono state oggetto di risanamento da parte dell'operatore del *distress investing*. In particolare, questi fogli consentono di valutare le

performance degli operatori e il processo di risanamento delle aziende, esaminando se e in quale misura sono avvenute variazioni nei principali indicatori che ne riflettono la solidità finanziaria e le prestazioni operative;

- **Creazione del database: consolidamento delle informazioni raccolte**

Nella seconda fase ci si è concentrati sulla realizzazione di un foglio più dettagliato e compatto. Quest'ultimo raccoglie una vasta gamma di informazioni sugli operatori, tra cui il fondo gestito (se presente), le aziende in portafoglio, le date di investimento e disinvestimento, le percentuali di quote azionarie acquisite all'ingresso e detenute al momento dell'exit, i valori di Enterprise Value e i multipli di settore all'ingresso, il settore in cui operano le aziende coinvolte, il capitale investito in crediti deteriorati acquisiti e nuova finanza immessa e i commenti specifici sulle modalità d'investimento. In aggiunta, sono state incluse tre colonne specifiche (Delta EBITDA, Delta PFN, Delta patrimonio) nelle quali sono stati calcolati, tramite appunto i fogli contenenti i bilanci consolidati di vari esercizi, i cambiamenti registrati per ciascuna azienda rispetto all'EBITDA, alla Posizione Finanziaria Netta e al Patrimonio Netto, dal periodo precedente all'investimento fino all'exit dell'operatore (se c'è stato, altrimenti tali delta vengono valutati sull'ultimo anno disponibile). Questi tre fattori rappresentano le leve principali attraverso cui l'investitore agisce per realizzare una ristrutturazione aziendale.

Questa metodologia dettagliata è stata applicata per garantire la completezza della ricerca, consentendo l'analisi delle strategie di investimento e delle performance degli operatori nel campo del *distress investing* in Italia. A seguire, viene presentata un'illustrazione del foglio di database più dettagliato, che sintetizza in maniera compatta le informazioni cruciali raccolte durante la fase di ricerca e rivela i risultati delle operazioni di ristrutturazione.

Figura 14 – Versione sintetica dei principali dati raccolti nella fase di ricerca

Player	Fund	Portfolio Company	Industry	Entry year	Exit year	% ownership	EV	% ownership	Invested capital	Delta EBITDA (Delta NPI)	Restructuring (Mio €)	Delta net worth
D&A Capital	D&A CCF I	Carriere Paolo Piga Tingetti Sironi USI Industries	Prodotti ortopedici Fabbricazione apparecchiature per illuminazione Produttore di fessure automobilistiche Produttore di fessure automobilistiche	giu-16	dic-19	31%	10,0	100%	14,3	34,2	15,3	14,3
				giu-16	dic-17	100%	23,0	100%	2,3	12,4	10,1	12,4
				giu-16	in portafoglio	79%	90,0	79%	66,1	13,9	37,3	66,1
				dic-17	in portafoglio	78%	38,0	78%	5,6	13,6	10,2	13,6
Pillstone	D&A CCF II	Snaker Rho Gow Holding Gow Holding Costa Education	Fabbricazione di mobili per cucina Falec casearie di altri prodotti alla prima trasformazione dell'aceto Gestione di strutture pubbliche e private ed attività di intrattenimento educativo Gestione di strutture pubbliche e private ed attività di intrattenimento educativo	giu-17	in portafoglio	26%	91,0	100%	34,7	55,3	10,0	34,7
				lug-22	in portafoglio	10%	40,0	10%	8,3	11,7	3,4	8,3
				nov-15	lug-18	0%		0%				
				nov-15	lug-18	100%	64,0	100%	115	48,5	18,1	115
Oly Capital	Oly CCF I	Liedberg Magdanti Magdanti Magdanti Perrada Sirti Fol & M&A Investimenti M&A Investimenti Welkom Engineering	Prodotti per le conserve degli alimenti Gestione di parchi di divertimento, termine e acquedotti Fabbricazione di macchine per la pulizia industriale Fabbricazione di macchine per la pulizia industriale Trasporto marittimo e costiero di merci Sviluppo delle infrastrutture di rete e dei servizi digitali e cybersecurity Gestione e manutenzione di impianti di media e bassa tensione Trasporto marittimo Cybersecurity	giu-19	in portafoglio	60%	62,0	33,8	122,1	166,7	166,7	
				gen-16	in portafoglio	57%	20,0	1,4	48,8	69,8	69,8	
				set-18	in portafoglio	89%	12,0	4,9	13,7	2,2	13,7	
				mar-17	in portafoglio	71%	99,0	10,0	15,7	2,2	15,7	
Quattro SGR	Quattro	Gruppo Cordis Ricchetti Burgio Group Crescenzo Crescenzo MTD	Servizi di ingegneria ad alto contenuto tecnologico nel settore dei trasporti, movimentazioni e sollevamenti speciali Fabbricazione di piastre in ceramica per pavimenti e rivestimenti Fabbricazione di carte e cartone per imballaggi Lavorazione di pannocchie di grano Progettazione e produzione di dispositivi medici	dic-17	in portafoglio	49%	84,0	71%	29,0	113,3	0,5	29,0
				set-20	in portafoglio	46%	607,0	46%	32,3	11,2	32,3	
				ago-21	in portafoglio	49%	85,0	49%	100,0	85,1	196,6	
				dic-22	in portafoglio	90%	83,0	49%	100,0	85,1	196,6	
Ibl Capital	Ibl Industries I	Naturis Wey Laboratories Preposto Industrie Mobili Sava Sava Helsa Crines Srl-Fa MAN Oil & Marine	Produzione integratori alimentari conto terzi Produzione e commercializzazione di mobili Fabbricazione di macchine per la pulizia industriale e la botanica Produzione e commercializzazione di giuochi, stanzianti e personalizzate Progettazione e stampaggio articoli in gomma per i settore delle calzature e delle pompe di calore Produzione di tubi in gomma altamente tecnologici per i trattamenti dei paratie in ambiente marino	feb-16	ago-21	100%	N/A	100%	N/A	0,9	0,9	
				feb-18	in portafoglio	59%	5,0	5,0	N/A	N/A	N/A	
				lug-22	in portafoglio	100%	N/A	100%	N/A	N/A	N/A	
				lug-22	in portafoglio	100%	N/A	100%	N/A	N/A	N/A	
Wim Group	Wim Group	Gruppo Kipre TAC Group	Mercato dei prodotti crudi (DOP) di alta qualità Fornitura soluzioni e servizi specializzati per la gestione del sistema di pagamento, dei mercati finanziari e dell'esperienza enterprise Personal, Home & Food Care Imballaggio e distribuzione di acque minerali, soft drink	ott-20	dic-21	100%	40,0	100%	40,0	7,0	68,0	
				2016	2020	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
				mar-20	in portafoglio	50%	60,0	50%	9,0	5,4	54,5	
				feb-22	in portafoglio	24%	83,0	25%	15,0	8,4	12,1	
Crescenzo Holding	Crescenzo Restructuring Fund	Acqua Minerali d'Italia	Componenti e sistemi di alimentazione a metano, otti, otti e idrogeno	mar-22	in portafoglio	<50%	30,0	20%	16,2	45,3		
				mar-22	in portafoglio	20%	30,0	20%	16,2	45,3		
				mar-22	in portafoglio	20%	30,0	20%	16,2	45,3		
				mar-22	in portafoglio	20%	30,0	20%	16,2	45,3		
Illimity SGR	Illimity Credit & Corporate Turnaround	Gruppo Schneider Duplomatic Automation Vareal	Commercio di beni di consumo, carta e materiali Produzione e commercializzazione di pannelli, rubriche e strumenti professionali per la chimica e l'edilizia leggera Fabbricazione di macchine per la formatura dei metalli e di altre macchine utensili Fabbricazione di componenti per applicazioni industriali	set-20	in portafoglio	16%	57,0	16%	13,7	3,7		
				giu-22	in portafoglio	8%	N/A	0,0	0,0	0,0		
				nov-21	in portafoglio	96%	N/A	0,1	2,9	2,6		
				feb-23	in portafoglio	54%	N/A	0,0	0,0	0,0		
Phi Industrial	Phi Industrial	Biffelli Bion Milano Crescenzo Crescenzo	Abbigliamento maschile Prima intimità Produzione di stoffe, tessuti e calzature in cotone e lana Produzione e vendita di tessuti	mar-17	in portafoglio	100%	3,0	100%	4,1	1,4		
				giu-18	in portafoglio	100%	9,0	100%	2,0	1,4		
				set-13	in portafoglio	100%	30,0	100%	2,0	1,4		
				nov-21	in portafoglio	79%	18,0	79%	2,0	1,4		
Aimut	Private Debt Capital Solutions	Conca Edilment AWB Conca Edilment Springer	Pulizia e lavaggio di aree pubbliche, rimozione di neve e ghiaccio Gestione di strutture pubbliche e private ed attività di intrattenimento educativo Trasporto marittimo e costiero di merci Produzione di scarpe, ricambio, calzature e calzature	giu-23	in portafoglio	0%	15,0	0%	0,0	0,0		
				lug-23	in portafoglio	0%	33,0	0%	8,3	11,7		
				ago-22	in portafoglio	0%	28,0	0%	0,0	0,0		
				ott-20	in portafoglio	5%	15,0	5%	0,0	0,0		
JP Morgan	Lystrome Special Situations Fund II	Morgan Stanley	Produzione di calzature, ricambio, calzature e calzature	mar-22	in portafoglio	73%	15,0	73%	15,0	N/A		
				mar-22	in portafoglio	73%	15,0	73%	15,0	N/A		

Fonte: Elaborazione personale dell'autore

6. ANALISI DEL PORTAFOGLIO DI DEA CAPITAL

6.1. Selezione del campione e metodologia di analisi

La fase di ricerca è stata caratterizzata da un approccio sistematico per raccogliere dati riguardanti operatori del *distress investing* e le aziende coinvolte nelle loro operazioni. In totale, sono stati identificati 12 operatori chiave di questo settore e raccolti dati su un totale di 56 aziende coinvolte in operazioni di *distress investing*, con anno di investimento a partire dal 2015 e fino al 2023. Tuttavia, è importante notare che su 30 di queste aziende, non è stato possibile condurre un'analisi dettagliata delle strategie di ristrutturazione. In particolare, 22 di esse hanno subito investimenti recenti, compresi nel periodo dal 2021 al 2023, rendendo difficile trarre conclusioni sulle performance degli operatori in termini di ristrutturazione. Le restanti 8 aziende hanno presentato situazioni diverse: 3 di esse hanno subito un fallimento durante il processo di ristrutturazione (tra queste *RBD Armatori* di Pillarstone, *Presotto Industrie Mobili* di Ibla Capital e *Brevi Milano* di Phi Industrial), mentre per le altre 5 non sono stati disponibili dati economici-finanziari completi da AIDA (è il caso di *Pieralisi Maip* di DeA Capital, *Lediberg* di Pillarstone, *Stefanel* di Oxy Capital, *MAN Oil & Marine* di Ibla Capital e *TAS Group* di Wrm Group). Le ragioni comprendono fusioni con altre aziende o limitata disponibilità di bilanci. Di conseguenza, solo su un totale di 26 aziende era possibile realizzare un'analisi dettagliata del processo di ristrutturazione.

È però importante sottolineare che, per ragioni di tempo e maggior focalizzazione e qualità dell'analisi, ci si è concentrati esclusivamente sull'operatore considerato di riferimento nel contesto del *distress investing*, ossia DeA Capital. Questa selezione ha incluso tutte le aziende dei fondi in gestione a DeA (IDeA CCR I e IDeA CCR II), ad eccezione di *Pieralisi Maip S.p.A.* e *Costa Edutainment S.p.A.*, a causa della limitata disponibilità di bilanci e del fatto che l'investimento è ancora troppo recente.

L'obiettivo dell'analisi è investigare le strategie messe in atto dall'operatore per il risanamento e la creazione di valore all'interno dell'azienda in crisi. Utilizzando i dati raccolti nel database e i bilanci ottici provenienti da AIDA, si mira a comprendere se e,

in caso affermativo, come l'operatore è riuscito a ristrutturare la situazione finanziaria, patrimoniale e operativa dell'azienda in difficoltà. Attraverso l'esame dei bilanci ottici, si cercherà di individuare eventuali accordi stipulati con i creditori, come ad esempio lo stralcio del debito, il riscadenziamento del debito o la conversione del credito in capitale. Inoltre, verrà analizzato se sono state attuate strategie per migliorare l'efficienza operativa, quali la dismissione di attività non redditizie e nuovi investimenti. L'obiettivo principale di questa analisi è valutare come l'operatore abbia contribuito a ripatrimonializzare l'azienda, renderla finanziariamente solida e in grado di generare profitti sostenibili nel lungo termine. È importante notare che si tratta di un'analisi complessa per ognuno dei 6 assets analizzati, in quanto la ricostruzione del processo di *Turnaround* non può essere eseguita con la sola analisi di dati numerici, ma richiede invece approfondimenti dalla lettura delle note integrative di più anni, comprensione di dettaglio dei flussi finanziari e inferenza delle leve di *turnaround* utilizzate, eventualmente da verificare nella relazione sulla gestione o attraverso ricerche su internet.

In aggiunta, nell'ambito di questa analisi dettagliata, sarà effettuata una stima del multiplo di settore all'uscita dell'operatore. Questo processo si baserà su informazioni relative ai multipli di settore medi reperibili su fonti online. Tale stima consentirà di determinare il possibile valore dell'azienda una volta completato il processo di risanamento. Inoltre, permetterà di calcolare una possibile valutazione del rendimento dell'investimento dell'operatore attraverso il calcolo del multiplo MoM (*Money on Money*) dell'investimento iniziale. È importante notare che tale analisi del ritorno è resa complicata laddove l'investimento non sia avvenuto – come tipicamente accade nel *distress investing* – in equity dell'impresa ma in forme diverse, fra cui in particolare l'acquisto di crediti deteriorati e l'immissione di nuova finanza super senior.

6.2. Analisi DeA Capital

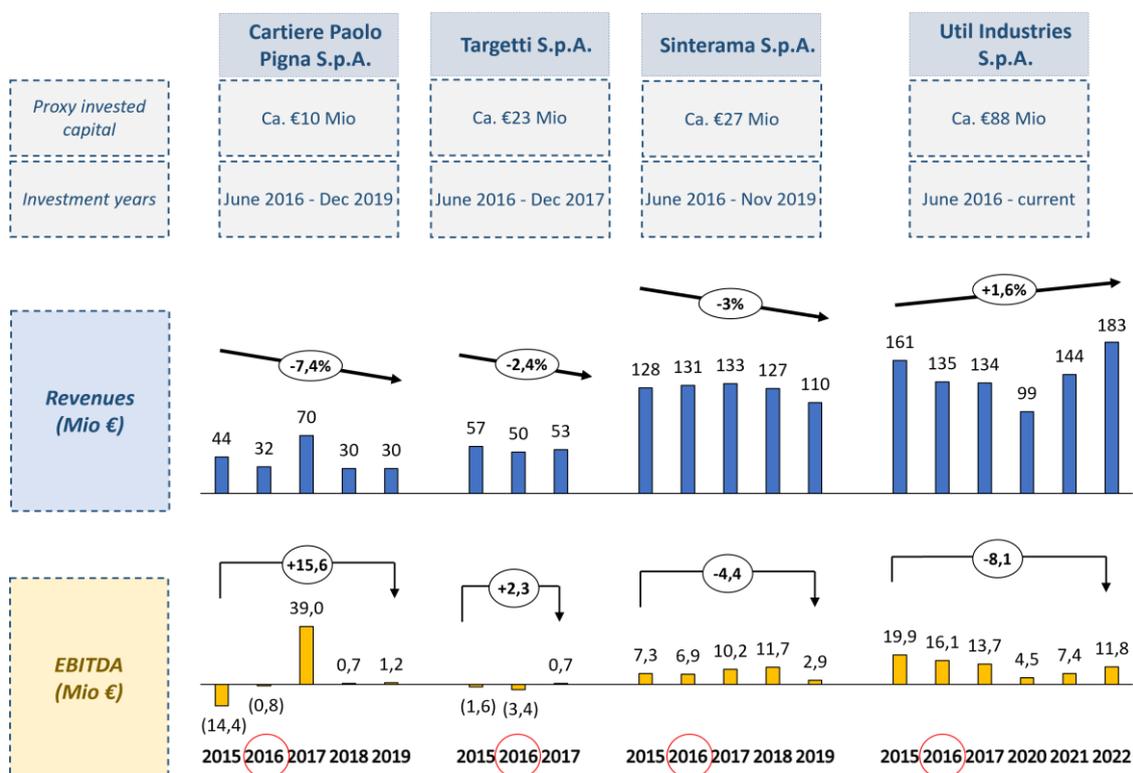
6.2.1. Fondo Idea Corporate Credit Recovery I

Come già specificato nel capitolo precedente, il fondo CCR I ha impiegato le risorse raccolte dalla cessione di crediti da parte di istituti bancari nei confronti di alcune società e dall'immissione di capitale da investitori istituzionali per realizzare investimenti in aziende in distress finanziario operanti in settori diversificati. Tra queste *Cartiere Paolo Pigna, Targetti, Sinterama e Util Industries*, rispettivamente nel settore dei prodotti cartotecnici, delle apparecchiature per l'illuminazione, della preparazione e filatura delle fibre tessili e della lavorazione dei metalli.

In tutti e quattro i casi, l'investimento è stato strutturato da una prima fase, avvenuta a giugno 2016, dedicata all'acquisto di una porzione di debiti vantati dalle società nei confronti degli istituti bancari e da una seconda fase, che va dall'ingresso del fondo nel capitale azionario delle aziende sino alla cessione delle quote, con in mezzo la fase di turnaround.

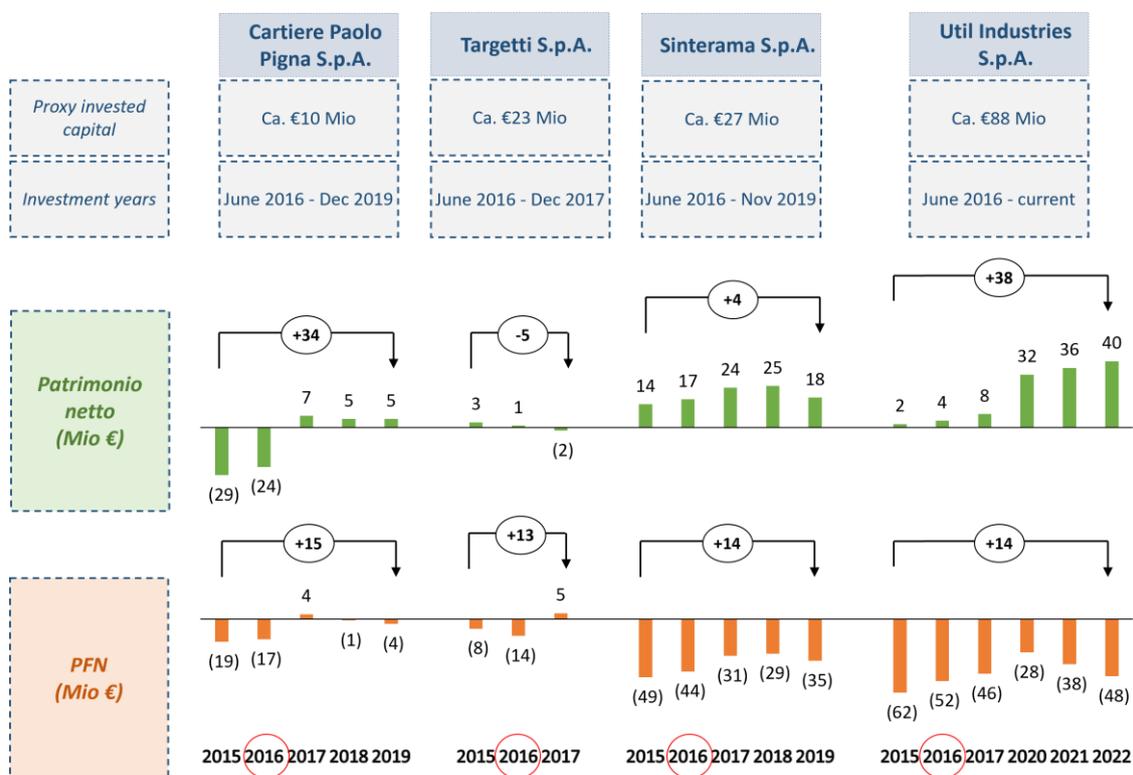
Di seguito vengono riportati i grafici rappresentanti l'andamento economico-finanziario pre-e post ristrutturazione delle aziende oggetto di investimento del fondo IDeA CCR I.

Figura 15 - Andamento economico delle aziende del fondo IDeA CCR I pre-e post ristrutturazione



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Figura 16 - Andamento finanziario delle aziende del fondo IDeA CCR I pre-e post ristrutturazione



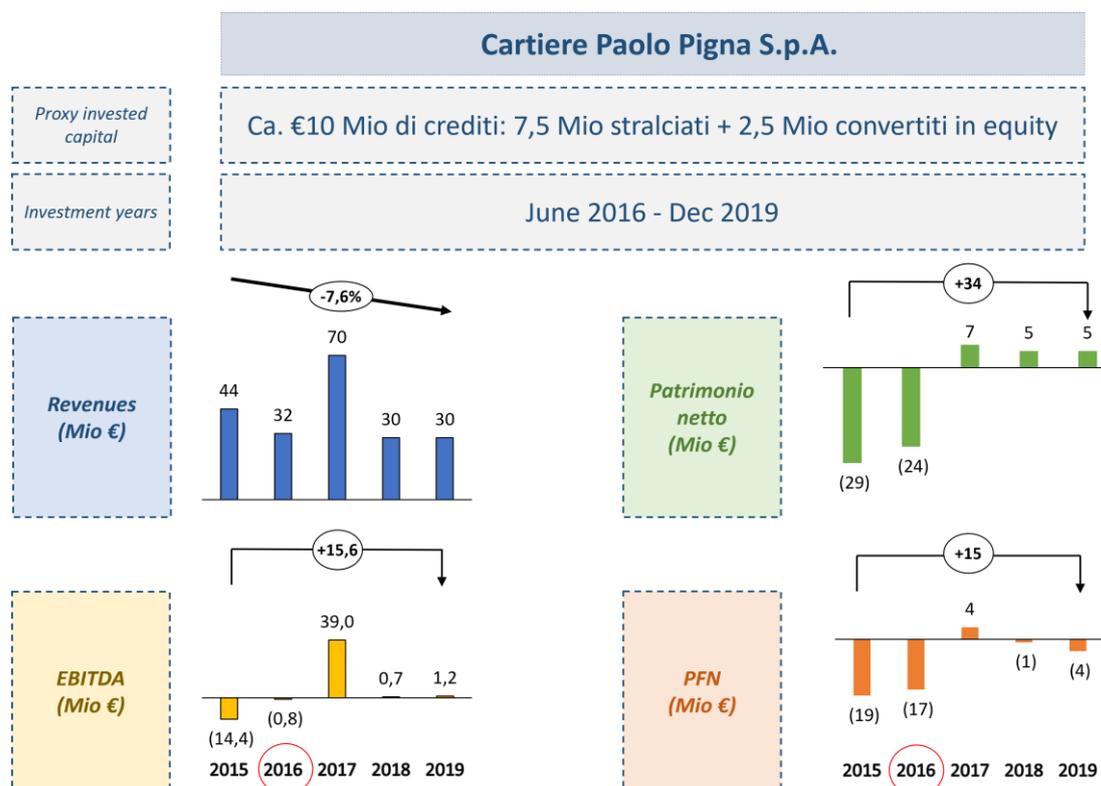
Fonte: Elaborazione personale dell'autore

- **Cartiere Paolo Pigna S.p.A.**

Cartiere Paolo Pigna S.p.A. è una società che opera nella produzione e commercializzazione di prodotti cartotecnici (quaderni e articoli per la scrittura). La crisi di Pigna raggiunge il suo picco tra il 2014 e il 2015 ma trova le sue origini nella transizione dall'attività di cartiera tradizionale (principalmente dedicata alla produzione di vari tipi di carta in grandi quantità) all'attività di trasformazione e commercializzazione di prodotti cartotecnici, il tutto accompagnato da un trend di mercato che ha visto una crisi del canale delle cartolerie tradizionali, a beneficio della GDO. L'esercizio del 2005, che ha visto la Capogruppo attiva nel consolidare gli obiettivi di internalizzazione attraverso le proprie controllate produttive (Pigna Russia e PerPigna), le due società con insediamenti produttivi rispettivamente per la produzione e vendita di buste e di prodotti cartotecnici, è stato l'anno in cui ha cominciato a manifestarsi la crisi di Pigna in seguito alla perdita d'esercizio che ha realizzato e che da lì in poi avrebbe continuato a realizzare sino al 2015, con effetti sul patrimonio netto che nel corso degli anni si è ridotto costantemente sino al valore negativo dell'anno pre-investimento.

L'intervento del fondo avviene a giugno 2016 con l'acquisto di 10 milioni di crediti deteriorati da alcune banche, mentre l'ingresso nel capitale azionario si realizza ad aprile 2017 con l'acquisto del 51% delle quote, poi ridotte al 31% a maggio 2018 con la cessione del 20% al Gruppo Buffetti S.p.A.. L'exit di DeA si è realizzato a dicembre 2019 con la cessione delle restanti quote al Gruppo Buffetti. Di seguito la ristrutturazione realizzata dal fondo dall'anno pre-investimento sino all'exit.

Figura 17 - Andamento economico-finanziario di Pigna pre-e post ristrutturazione



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Nella prima parte della tesi, nel capitolo dedicato al *distress investing*, ci siamo concentrati su diversi aspetti del processo di ristrutturazione intrapreso dagli operatori specializzati in *restructuring*. In particolare, abbiamo evidenziato l'importanza dell'implementazione di un piano di ristrutturazione all'interno del più ampio contesto di riorganizzazione aziendale. Tale piano rappresenta lo strumento chiave attraverso il quale si concretizza la linea strategica per la creazione di valore.

Tra le varie operazioni riconducibili al piano di ristrutturazione, una di queste riguarda la scelta degli interventi necessari, sia sull'attivo che sul passivo dell'azienda, al fine di eliminare le condizioni di insolvenza e generare valore nel lungo periodo.

Come vedremo in questa analisi e nelle successive, l'intervento di un fondo nel risanamento di un'azienda in crisi prevede sempre la predisposizione preliminare di un piano industriale dettagliato. Questo piano delineerà le azioni specifiche da intraprendere

per consentire all'azienda di riposizionarsi sul suo *core business*. Inoltre, includerà interventi sul passivo, che servono all'impresa per poter “respirare” e implementare il piano di ristrutturazione con un maggiore margine di tempo, senza la pressione immediata dei creditori.

In linea con quanto appena detto, Pigna è una società che il 28 gennaio 2016 è stata definitivamente ammessa alla procedura di concordato preventivo in continuità aziendale. Tale procedura prevedeva, in sintesi, il superamento dello stato di crisi mediante la prosecuzione dell'attività d'impresa secondo le linee guida del piano industriale, che si sviluppava su un arco temporale che va dal 2016 al 2020, e allo stesso tempo tramite la dismissione degli assets non strategici, rappresentati da cespiti mobiliari, immobiliari e da partecipazioni non strumentali alla continuazione dell'attività.

L'implementazione del piano ha prodotto risultati operativi significativi. Nonostante la diminuzione annuale del fatturato del 7,6% in media durante i quattro anni, si è evidenziato un miglioramento costante del margine operativo lordo, con un incremento di circa 16 milioni dal 2015 al 2019.

La riduzione del volume di vendite del 32% nel periodo è conseguenza degli interventi di riorganizzazione nel perimetro di consolidamento, con la dismissione di immobilizzazioni finanziarie non produttive, grazie alla conclusione di operazioni di cessione di società controllate e collegate, che ha permesso a Pigna non solo di realizzare un'importante riduzione di costi ma anche di focalizzarsi sul *core business*, con l'uscita da business meno strategici, consolidando la sua leadership nel segmento dei quaderni e dei principali prodotti cartotecnici del mercato *Back to school*. Inoltre, il marchio Pigna ha confermato, persino durante la pandemia, la propria leadership assoluta nel mercato cartotecnico, anche grazie ad ampliamenti merceologici e al ricorso a canali on line. Questi risultati non sono affatto banali, in quanto l'azienda era almeno dal 2008 che perdeva ogni anno circa 9 milioni di fatturato, passando dai 109 milioni del 2008 ai 32 milioni nel 2016, e solo nel 2017 è riuscita a fermare questo trend negativo che persisteva da molti anni e che l'aveva portata a perdere delle quote di mercato.

Nel 2015 il Gruppo operava in diversi paesi (Romania, Ungheria, Singapore, Australia, Spagna) tramite 6 società controllate che svolgevano attività di produzione e distribuzione

dei prodotti cartotecnici e per la rilegatura (spiralì metalliche e macchine per rilegare). La maggior parte di queste controllate aveva chiuso il bilancio del 2015 con una perdita d'esercizio, a dimostrazione del fatto che il loro contributo in termini di marginalità era davvero trascurabile. Nel 2019, l'anno del disinvestimento del fondo, il perimetro di consolidamento era variato in maniera significativa, con Pigna Australia, attiva nella distribuzione per il mercato australiano di spiralì e di macchine per rilegare, l'unica società controllata rimasta all'interno del Gruppo Pigna.

L'impatto di queste dismissioni ha portato l'incidenza dei costi di produzione sui ricavi a ridursi complessivamente di 41 punti percentuali.

In particolare, ciò che si può notare è una forte contrazione del costo del personale e degli ammortamenti, entrambi conseguenza del deconsolidamento realizzato nel corso dell'investimento. Nel primo caso per effetto di una riduzione della forza lavoro del -70% (il numero dei dipendenti è diminuito a 91 unità, contro le 325 del 2015), mentre nel secondo caso da una diminuzione delle immobilizzazioni materiali, che da 4 milioni si sono ridotte ad appena 700 mila EUR. Ciò evidenzia come l'azione principale della società abbia riguardato l'implementazione di un nuovo assetto organizzativo in linea con gli obiettivi di riduzione dei costi e di miglioramento dei risultati.

Inoltre, a contribuire a un miglioramento del risultato operativo sono stati anche i costi per materie prime e servizi, che dal 2015 al 2019 non solo si sono ridotti del 40% per effetto di minori volumi di vendita, ma risultano anche incidere in misura minore rispetto al fatturato. Nell'anno pre-investimento impattavano per l'85%, mentre nel 2019 al 77%, a dimostrazione di come il Gruppo si sia concentrato anche sull'efficientamento produttivo degli assets della Capogruppo, realizzando un importante riduzione dei costi di produzione.

Gli interventi di dismissione delle partecipazioni non produttive e di miglioramento dell'efficienza degli assets della Capogruppo hanno portato a Pigna a migliorare sensibilmente la sua redditività, permettendole di registrare nel 2019, grazie anche agli interventi di ristrutturazione del debito che hanno portato una riduzione degli oneri finanziari, un utile d'esercizio di 300 mila EUR, contro la pesante perdita (-26 milioni) che aveva realizzato l'anno prima l'ingresso del fondo.

Per quanto riguarda la ristrutturazione finanziaria e patrimoniale realizzata da DeA Capital, è da segnalare la forte variazione del patrimonio netto, che dai -30 milioni del 2015 è riuscito ad aumentare a 5 milioni l'anno del disinvestimento del fondo. In particolare, l'apprezzamento di 34 milioni è notevole e non è giustificato dalla marginalità dell'impresa che, seppur in costante miglioramento nel corso degli esercizi, solo nel 2019 ha raggiunto un valore appena positivo di 600 mila EUR.

Nel 2016, la variazione positiva è attribuibile a utili indivisi da consolidamento e all'iscrizione di un utile d'esercizio di 7 milioni. Quest'ultimo risultato è stato favorito dal contributo positivo in conto economico derivante da imposte anticipate e rettifiche di natura finanziaria, conseguenti a rivalutazioni di partecipazioni in imprese collegate. Grazie a tali elementi, Pigna è riuscita a chiudere il bilancio con un utile complessivo di circa 7 milioni, nonostante un risultato operativo negativo di 3 milioni.

Invece, l'anno successivo l'ulteriore rivalutazione del patrimonio è diretta conseguenza di un aumento di capitale, in seguito alla conversione di 2,5 milioni dei 10 milioni di crediti di DeA acquistati nel 2016 da alcune banche, e da un'operazione contabile che ha permesso a Pigna di chiudere il bilancio con un utile di 29 milioni. Nel 2017, il Gruppo ha usufruito infatti di un bonus di concordato pari a 39 milioni di EUR, il quale ha generato una sopravvenienza attiva che ha comportato l'utilizzo di perdite fiscali pregresse e di interessi passivi indeducibili riportati da esercizi precedenti per pari importo, con il conseguente impatto a conto economico del rilascio di imposte anticipate iscritte sulle perdite pregresse.

Nel 2018 e nel 2019, l'equity è rimasto *in the money* per effetto degli utili d'esercizio che hanno contribuito a preservarne il valore positivo, nonché della contabilizzazione nel 2017 della sopravvenienza attiva che ha permesso al Gruppo di ripianare le perdite accumulate.

Per quanto riguarda la PFN, la variazione più significativa si ha nel 2017 dove in solo un anno la società vede ridurre il suo debito di circa 21 milioni in seguito al rimborso di 12 milioni di esposizioni nei confronti delle banche e alla riduzione dei 10 milioni di debiti acquistati dal fondo (2,5 milioni sono stati convertiti in capitale, con conseguente ingresso

del fondo nella compagine sociale con il 51% delle quote azionarie, mentre i restanti 7,5 milioni sono stati oggetto di stralcio).

In aggiunta, è importante sottolineare che nel corso dell'investimento Pigna ha implementato strategie per sostenere il capitale circolante, particolarmente cruciale dato il marcato carattere stagionale del suo principale mercato, quello scolastico, che rappresenta circa l'80% del fatturato complessivo del Gruppo. Questa necessità di intervento è stata amplificata dalla situazione di crisi in cui versava la società. Nel corso degli anni, sono state attuate diverse iniziative, tra cui:

- Miglioramento del tempo di incasso dei clienti rispetto agli anni precedenti, attraverso anche il graduale abbandono di tipologie di clienti con evidenti difficoltà nei pagamenti;
- Sottoscrizione di un contratto di factor con General Finance e il gruppo Carrefour;
- Miglioramento nell'allungamento del termine di pagamento dei fornitori;
- Accordi con società di factoring relativo ad alcuni clienti del canale ingrosso per l'anticipo di fatture. Tra questi, vi è l'accordo tra Burgo e DeA Factor, attraverso il quale DeA Factor avrebbe pagato a Burgo le forniture verso Pigna, con quest'ultima che avrebbe pagato DeA Factor a 120 giorni;
- Accordi con importanti istituti di credito per l'utilizzo di linee di affidamenti autoliquidanti.

Nel 2018 la fase di individuazione di un nuovo partner industriale che fosse in grado di rafforzare il processo di rilancio commerciale di Pigna si è conclusa nel mese di maggio con l'ingresso del Gruppo Buffetti nella compagine sociale attraverso l'acquisto del 40% delle azioni di Pigna (con DeA che ha ceduto il 20%). L'ingresso del Gruppo è stato finalizzato con l'obiettivo di realizzare delle sinergie in grado di generare benefici a entrambe le società. Infatti, l'ingresso di Buffetti è avvenuto con l'obiettivo di sviluppare il mercato della Scolastica attraverso la vasta rete di negozi (circa 800) che gestisce e allo stesso tempo di usufruire del contributo di Pigna allo sviluppo di linee e prodotti dedicati, nonché alla fornitura di tali merci. Altrettanto importante è il beneficio che sarebbe nato nell'ambito della supply chain, dove entrambe le società avrebbero messo a fattor comune sia agli acquisti da fornitori italiani che le forniture dal Far East dove Buffetti già operava in modo sistematico e ben organizzato.

In data 2 dicembre 2019 il Tribunale di Bergamo ha dichiarato definita la procedura di concordato di Pigna per esatto adempimento da parte della società stessa al Piano di Concordato, mentre il 9 dicembre 2019 è stato formalizzato l'acquisto del 100% delle quote da parte del Gruppo Buffetti che è diventato così socio unico della società. Il Gruppo, che deteneva già il 41% di Pigna, ha rilevato il restante 59% delle azioni da Dea Capital e da Gioja S.r.l.

Alla luce del quadro delineato, emergono chiaramente i successi ottenuti dal fondo nel realizzare un turnaround sia operativo che finanziario per la società in oggetto. Questo intervento ha consentito di risolvere il marcato squilibrio patrimoniale preesistente all'entrata del fondo e ha visto la realizzazione di una significativa ristrutturazione del debito. Infatti, al termine del processo di disinvestimento ciò che il fondo ha lasciato è una società che ha subito una ristrutturazione sia dal punto di vista patrimoniale (con un aumento di 34 milioni nel patrimonio netto) che finanziario.

Tenendo presente quanto discusso nella sezione riguardante le misure del distress finanziario, possiamo valutare la solidità finanziaria dell'azienda all'uscita dal fondo mediante l'utilizzo di due indicatori chiave: il *Net debt/EBITDA* e il *Net debt/Equity*, con l'ulteriore riferimento ai target consigliati di mantenimento al di sotto di 3-4 e circa 2, rispettivamente. Nel caso specifico di Pigna, i rapporti *Net debt/Equity* e *Net debt/EBITDA* nel 2019 sono risultati pari a 0,8 e 3,3. Questi dati testimoniano l'efficacia della ristrutturazione condotta da DeA, la quale ha avuto successo nel ridurre significativamente il rischio di credito dell'azienda.

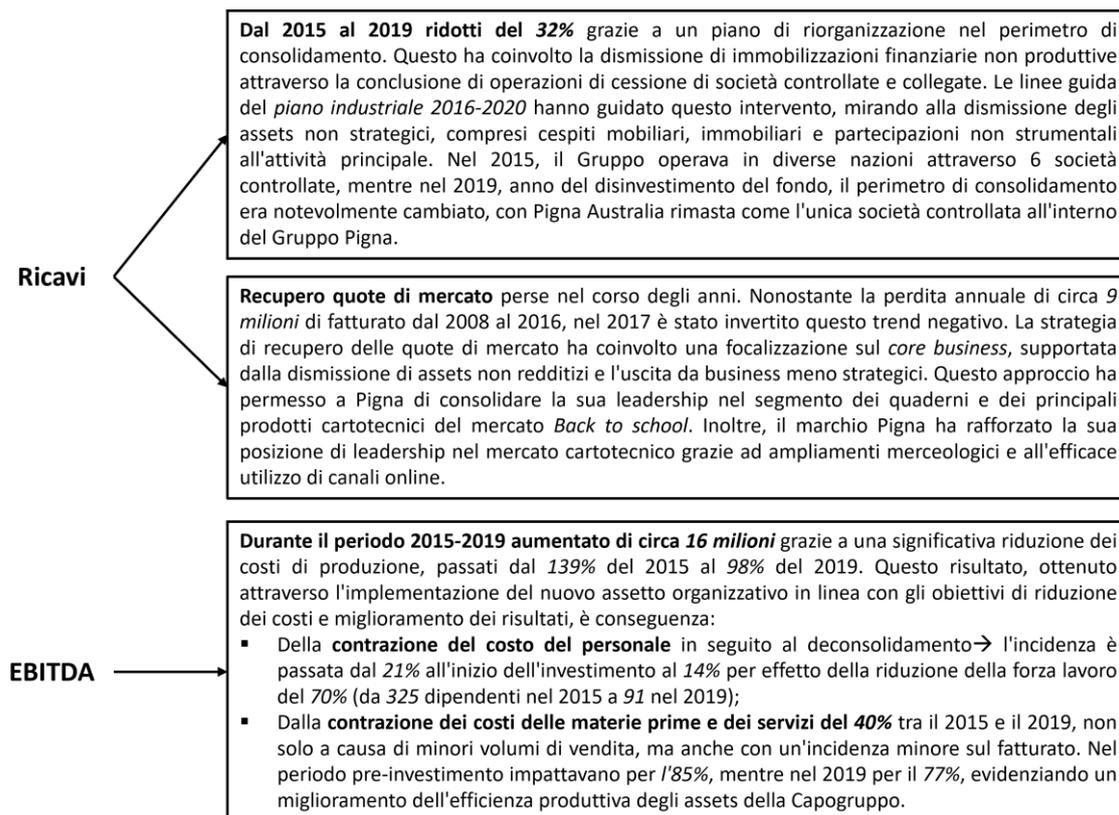
Tuttavia, è essenziale evidenziare che la ristrutturazione operativa, se vista dal punto di vista del fondo piuttosto che da quello della società, non ha prodotto risultati particolarmente significativi. DeA Capital ha certamente attuato un considerevole efficientamento operativo, portando un aumento di 15 milioni nell'EBITDA attraverso interventi mirati al controllo dei costi e la dismissione di assets non strategici per concentrarsi sul *core business*.

Il problema risiede nel fatto che nel 2015 il Gruppo versava in una condizione di totale inefficienza, con la redditività scesa a un valore negativo di 14 milioni. Pertanto, al termine del 2019, la società conserva un ROA positivo del 3%, ma l'EBITDA rimane

ancora a un livello considerato troppo basso. Questo risultato ha inevitabilmente influito sul valore complessivo dell'azienda e sul rendimento ottenuto dal fondo dall'investimento.

In breve, l'operazione di ristrutturazione operativa può essere così sintetizzata:

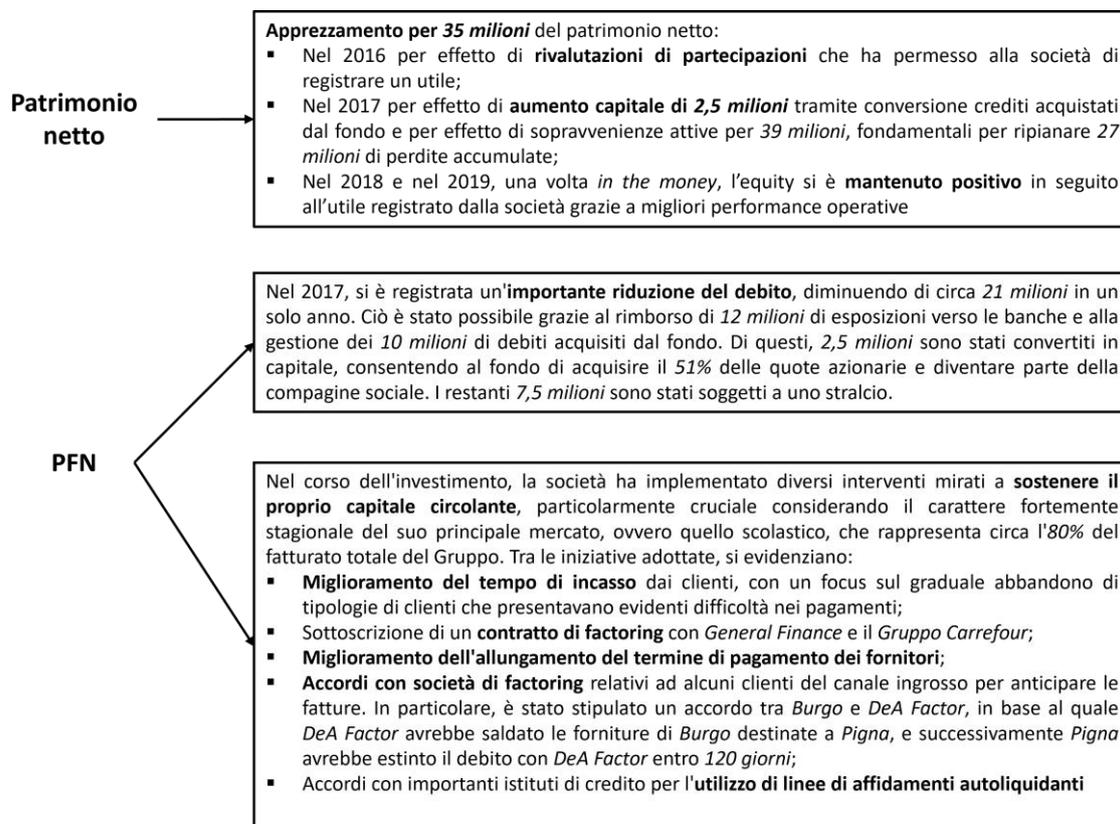
Figura 18 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Mentre, gli interventi lato finanziario e patrimoniale sono riassunti di seguito:

Figura 19 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

È possibile valutare il valore degli asset di Pigna al termine del disinvestimento, richiamando quanto discusso nel terzo capitolo. In particolare, è importante ricordare che ci sono due approcci principali per valutare il valore di un'impresa in situazione di distress: uno basato sui *multipli di mercato*, dove il valore viene determinato dalla valutazione di società comparabili o dal prezzo di transazioni simili, e un altro basato sul *DCF (Discounted Cash Flow)*, che implica l'attualizzazione dei flussi di cassa scontati a un tasso appropriato, coerente con la rischiosità degli investimenti effettuati.

Nel nostro caso, e questo sarà valido anche per le analisi successive, abbiamo adottato il metodo dei multipli di mercato. Questi multipli sono stati reperiti su internet, in particolare da un rapporto trimestrale sui multipli industriali in Europa al 31 marzo 2023

fornito da *Kroll*⁶⁷, una società di consulenza globale specializzata in servizi di sicurezza, investigazioni, gestione dei rischi e consulenza nel settore finanziario e legale per imprese, istituzioni finanziarie, governi e individui.

Supponendo un multiplo di mercato di 9, è possibile ottenere una stima dell'*EV* e dell'*equity value* richiamando la seguente relazione:

$$EV = EBITDA \times multiplo = Equity\ value + PFN$$

Alla luce del margine operativo lordo di Pigna nell'anno del disinvestimento, ciò che emerge è un valore d'impresa di circa 10,6 milioni di EUR. Depurando tale importo dalla quota parte della PFN, il valore di mercato dell'*equity* è di circa 6,4 milioni di EUR, di cui 2 milioni sono detenuti dal fondo di *restructuring*, grazie al 31% delle quote azionarie detenute sino all'*exit*.

Notiamo chiaramente un apprezzamento del valore degli asset e dell'*equity* dell'impresa, considerando che nel 2015 l'*EBITDA* negativo indicava un'assenza di creazione di valore. Tuttavia, rimane il fatto che l'apprezzamento dell'*equity*, passato da zero a 2 milioni di EUR, non è ingente.

Se vogliamo stimare il rendimento potenziale del fondo, è opportuno richiamare quanto discusso nella prima parte della tesi, in particolare nel paragrafo sei del terzo capitolo, dove ci si è concentrati sugli investitori di private equity e sulla loro struttura organizzativa, sottolineando che la SGR o il fondo percepisce due tipologie di commissioni: una *management fee* e un *carried interest*. Per la prima componente possiamo supporre una percentuale presumibilmente pari all'1% del credito preso in gestione, mentre la seconda componente non può essere percepita dal fondo, poiché l'importo derivante dalla cessione delle quote azionarie al Gruppo Buffetti si può supporre sia stato interamente incassato dalle banche per ripagare una parte del credito ceduto.

In considerazione di quanto detto, l'unico ricavo per DeA Capital risulta essere la *management fee* e se questa fosse effettivamente dell'1%, ciò implicherebbe che il fondo

⁶⁷ Kroll. (2023). Industry Multiples in Europe: Q1 2023.
<https://www.kroll.com/-/media/kroll-images/pdfs/industry-multiples-in-europe-q1-2023.pdf>

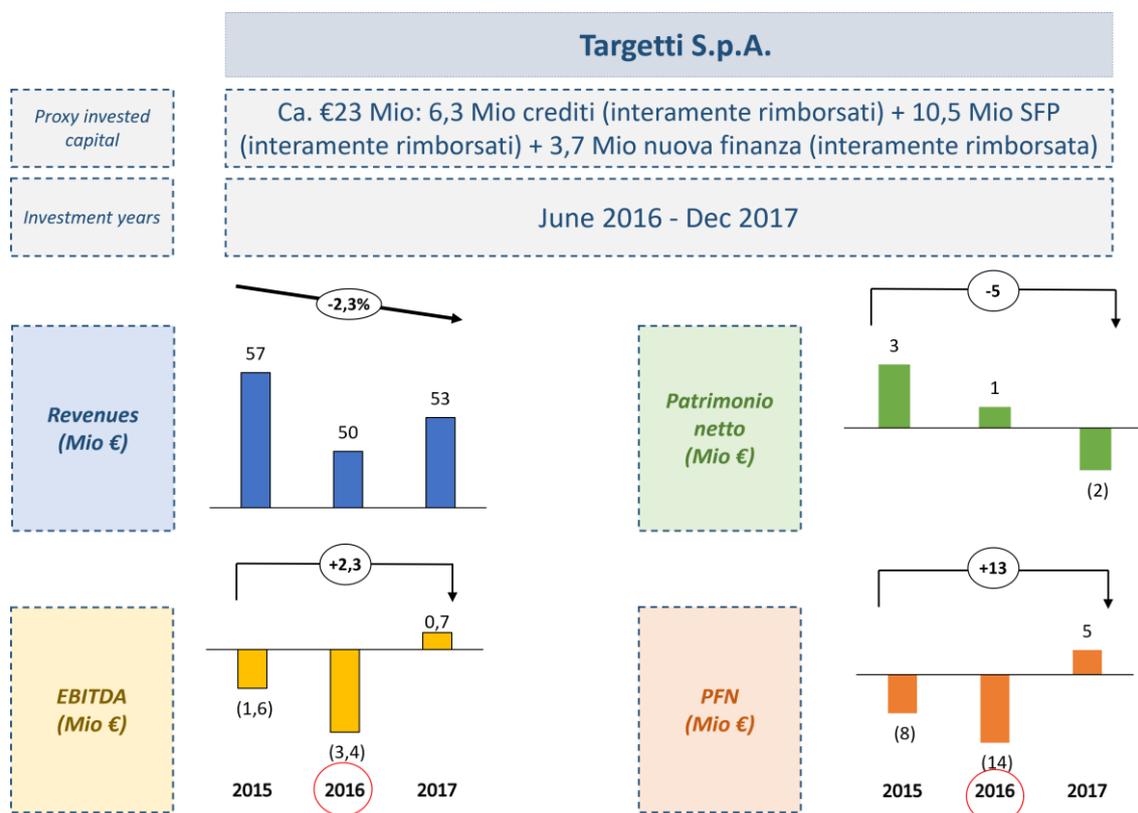
ha incassato circa 100 mila EUR all'anno dall'investimento, per un totale di circa 400 mila EUR.

In conclusione, è importante considerare che nel 2018 il fondo ha ceduto il 20% delle quote azionarie, e le restanti l'anno successivo, al Gruppo Buffetti, il cui ingresso era finalizzato a generare sinergie benefiche per entrambe le società, mirando al rafforzamento del processo di rilancio commerciale per Pigna e allo sviluppo del mercato della scolastica per Buffetti. In seguito a questo ingresso, è dunque probabile che Buffetti abbia in realtà pagato un premio al fondo per l'acquisto delle quote azionarie, in virtù proprio delle sinergie previste. Pertanto, è probabile che le banche abbiano in realtà recuperato, dai 10 milioni gestiti dal fondo, più di 2 milioni di EUR.

- **Targetti S.p.A.**

Targetti Sankey S.p.A. è una società che opera nel settore dell'illuminazione architettonica per interni ed esterni che è entrata in difficoltà dopo che la crisi economica iniziata nel 2008 aveva colto l'azienda in un momento di debolezza finanziaria a seguito dell'onerosa acquisizione della concorrente danese Louis Poulsen nel luglio 2007 dal fondo Polaris Private Equity. Negli anni successivi la situazione si è aggravata anche per la scomparsa nell'aprile 2010 dello storico patron della società, Paolo Targetti. Il gruppo ha dovuto ristrutturare il debito, arrivato fino a 236 milioni di EUR, per due volte, nel 2012 e nel 2014, cedendo parte degli asset (tra cui il 100% delle quote della controllata Louis Poulsen per un prezzo finale di 65,5 milioni di EUR allo stesso fondo di private equity danese Polaris da cui le aveva acquistate nel 2007 per 160,9 milioni di EUR, oltre ai costi correlati all'operazione pari a 3,7 milioni di EUR, attraverso una procedura d'asta finanziata interamente con il ricorso al debito bancario mediante un finanziamento a medio lungo termine) e ricapitalizzando per 40 milioni tramite la conversione di altrettanti crediti bancari in strumenti partecipativi. Tuttavia, questi interventi non hanno permesso a Targetti di uscire definitivamente dalla situazione di crisi in cui versava dal 2008 e dunque a giugno 2016 DeA Capital e i principali istituti di credito finanziatori (CR Firenze, Mps, Unicredit, Bnl) si sono accordati per l'acquisto di crediti (per un ammontare pari al 39% del valore complessivo dei crediti del sistema bancario nei confronti di Targetti) e di strumenti finanziari partecipativi in loro possesso per un ammontare pari a 16 milioni. A marzo 2017 DeA Capital è entrata nella compagine sociale attraverso l'acquisto del 100% delle quote azionarie, rimaste in suo possesso sino all'exit avvenuto a dicembre dello stesso anno. Di seguito la ristrutturazione realizzata dal fondo specializzato in restructuring dall'anno pre-investimento sino all'exit.

Figura 20 - Andamento economico-finanziario di Targetti pre-e post ristrutturazione



La cessione delle partecipazioni della controllata Poulsen, avvenuta nel 2014 in un contesto di ristrutturazione del debito, non ha contribuito positivamente alla profittabilità di Targetti. Infatti, nell'esercizio 2015 il fatturato consolidato diminuisce del 58% rispetto al 2014 principalmente per effetto del deconsolidamento avvenuto in data 10 dicembre. Escludendo però il contributo della società Poulsen il fatturato 2014 sarebbe stato pari a 58 milioni, a fronte del quale il fatturato 2015 risulta inferiore del 2%. Questa riduzione dei ricavi, nonostante i costi per materie prime e materiali siano diminuiti in seguito alla variazione nell'area di consolidamento e a una miglior efficienza operativa, ha influito negativamente sulla marginalità di Targetti che ha visto il suo EBITDA passare da 7,4 milioni nel 2014 al valore negativo di 1,6 milioni nel 2015. Inoltre, a peggiorare la situazione c'è il fatto che a questa cattiva performance operativa si deve aggiungere lo squilibrio finanziario che la società continua ad avere nonostante gli anni precedenti fosse stata oggetto di una ristrutturazione del debito per ben due volte. Nel 2015 il rapporto Net debt/Equity è di 2,7 e un livello di indebitamento del genere, in particolare per un'azienda

che non è in grado di generare valore dalla sua attività produttiva, amplifica il rischio di credito e di insolvenza della società nei confronti dei creditori.

Il 2016, l'anno di investimento del fondo, non restituisce una società migliore da un punto di vista operativo e finanziario. A fine esercizio Targetti ha infatti subito un decremento del volume di vendite per effetto principalmente della non ripetizione dell'importante progetto straordinario per l'illuminazione del casino a Macao realizzato nel decorso esercizio (con vendite pari a 6,5 milioni di EUR), nonché per una serie di problematiche operative, risolte nel 2016, relative alla gestione della logistica prodotti finiti. Il peggior andamento della gestione caratteristica e il venir meno di componenti straordinarie di reddito ha eroso il margine operativo lordo di Targetti, che si è ridotto di circa 2 milioni.

In considerazione dei suddetti fatti, la società ha chiuso il bilancio con una perdita d'esercizio di -3 milioni (contro -1 milione del decorso anno), la cui contabilizzazione ha inficiato il valore del patrimonio netto (ridotto di 2 milioni).

Inoltre, è opportuno evidenziare come il business del 2016 abbia risentito dell'acuirsi di una serie di criticità, già rilevate all'inizio del 2014, che hanno condizionato negativamente i ricavi in maniera significativa rispetto alle attese. Tra queste:

- Difficoltà organizzative da parte del Gruppo nel trattenere le risorse chiave in assenza di un assetto azionario chiaro e con programmi nel medio termine e corrispondente difficoltà a reperire sul mercato risorse in sostituzione, sia in termini qualitativi sia in tempi adeguati;
- Difficoltà in alcuni mercati, quali Russia e Medio Oriente, nei quali i mutati contesti economico e geo politico hanno ridotto sensibilmente le aspettative di vendita del Gruppo rispetto al Piano implementato nel 2014;
- Effetti sul brand Targetti: i recenti avvenimenti che hanno interessato il Gruppo, con particolare riferimento alle due ristrutturazioni del debito nonché a quella del personale, hanno condizionato negativamente l'andamento dei ricavi in maniera maggiore rispetto alle attese, impedendo al Gruppo di sfruttare a pieno le proprie potenzialità.

Alla luce di tali criticità che hanno condizionato i risultati del 2016, il Gruppo aveva iniziato già dal 2015 a valutare la cessione, in via anticipata rispetto a quanto previsto nel

Piano 2014, del Gruppo Targetti ad un nuovo azionista. Il management aveva infatti ritenuto fondamentale ai fini della sostenibilità del business e del raggiungimento di risultati positivi nel medio periodo, accelerare la procedura di *exit* e dare un nuovo assetto in termini di *governance* al Gruppo. Parallelamente all'avvio della procedura di exit, il management aveva iniziato anche un processo di rivisitazione del Piano 2014 tenendo conto delle criticità che avrebbero condizionato i risultati del 2016 e presumibilmente dei periodi successivi.

Il processo di exit si è concluso a febbraio 2017 con l'ingresso di DeA Capital nella compagine sociale e la sottoscrizione di un Accordo di Ristrutturazione.

Per quanto riguarda la PFN, questa risulta essere diminuita in seguito ad un aumento del debito verso le banche di 9,7 milioni da attribuirsi da un lato all'andamento negativo della gestione caratteristica del Gruppo e dall'altro al sostenimento di investimenti per il rilancio del business.

Gli investimenti hanno riguardato principalmente le immobilizzazioni materiali. In particolare, 400 mila EUR sono stati impiegati per la ristrutturazione della palazzina uffici, mentre i restanti 500 mila EUR in attrezzature industriali e commerciali, principalmente riferiti a stampi per la nuova collezione Targetti Indoor e Outdoor lanciata nel corso del 2016.

Il bilancio della società del 2016 evidenzia come all'interno della voce relativa al debito verso le banche di 21 milioni vi sia una componente di 8,1 milioni che deriva da un finanziamento sottoscritto da un pool di banche a dicembre 2014 a seguito dell'esecuzione dell'Accordo di Ristrutturazione dei Debiti di Targetti. A giugno del 2016 alcuni istituti bancari hanno ceduto una parte degli 8 milioni al fondo gestito da DeA Capital, per un ammontare pari a 3,6 milioni, poi aumentati a giugno 2017 a 6,3 milioni ad esito dell'esecuzione dell'Accordo di Ristrutturazione (4,2 milioni detenuti dal Comparto Crediti del fondo CCR I e 2,1 detenuti dal Comparto Nuova Finanza).

Nel 2017 si registra un miglioramento della redditività dell'azienda, con un risultato operativo pur sempre negativo ma in aumento di 3,5 milioni rispetto al 2016.

In particolare, si è osservata una crescita del 5% del fatturato grazie a una serie di azioni attuate negli esercizi precedenti, sia sul versante commerciale, che ha determinato la crescita nei principali mercati di riferimento (Italia, Europa e USA), sia sul fronte del marketing di prodotto per migliorare, soprattutto, l'immagine del Gruppo. La crescita dei ricavi è stata accompagnata da una significativa riduzione dell'incidenza dei costi di produzione di 8 punti percentuali. Nel dettaglio, i costi legati alle materie prime, attestandosi al 64% rispetto al 70% dell'anno precedente, evidenziano un miglioramento della produttività nel corso dell'anno. Questa positiva evoluzione è riconducibile all'incremento delle vendite nei mercati a più alto valore aggiunto.

Tuttavia, va sottolineato che nonostante questo miglioramento, Targetti ha registrato nuovamente un risultato operativo negativo, culminando in una perdita d'esercizio.

Anche nel corrente anno sono stati effettuati investimenti per un totale di circa 1 milione di EUR. Tra questi, l'investimento principale ha riguardato 600 mila EUR destinati a attrezzature industriali e commerciali, prevalentemente focalizzati su stampi per la nuova collezione Targetti Indoor e Outdoor.

Più rilevante, invece, è stata la ristrutturazione finanziaria che ha avuto inizio a febbraio del 2017 quando Targetti, ad esito della procedura di exit iniziata nel gennaio 2016, ha sottoscritto un Accordo di Ristrutturazione Parti Finanziarie con DeA Capital Alternative Funds che ha previsto:

- La cessione del 100% delle azioni dell'azienda a DeA;
- La cessione al fondo del 100% degli SFP emessi a favore di Targetti nel 2014 per un totale di 10,5 milioni;
- La ristrutturazione del Contratto di Finanziamento a medio/lungo termine con relativo riscadenziamento dell'esposizione di 8,1 milioni;
- L'erogazione di Nuova Finanza da parte del fondo per circa 3,7 milioni e impegno alla remissione di una parte del debito per esigenze di patrimonializzazione.

A marzo 2017 il 100% delle quote di Targetti passa in mano al fondo e a giugno 2017 tutte le previsioni del suddetto Accordo sono state realizzate.

L'ingresso da parte del nuovo investitore era finalizzato a sostenere a livello finanziario e patrimoniale il rilancio del business secondo quanto previsto nel Piano. Quest'ultimo ha contemplato, e già all'inizio del 2017 sono state avviate, l'attuazione di un piano di comunicazione strategica, l'ampliamento della forza vendita diretta sui principali mercati di riferimento e l'aumento degli investimenti in ricerca e sviluppo.

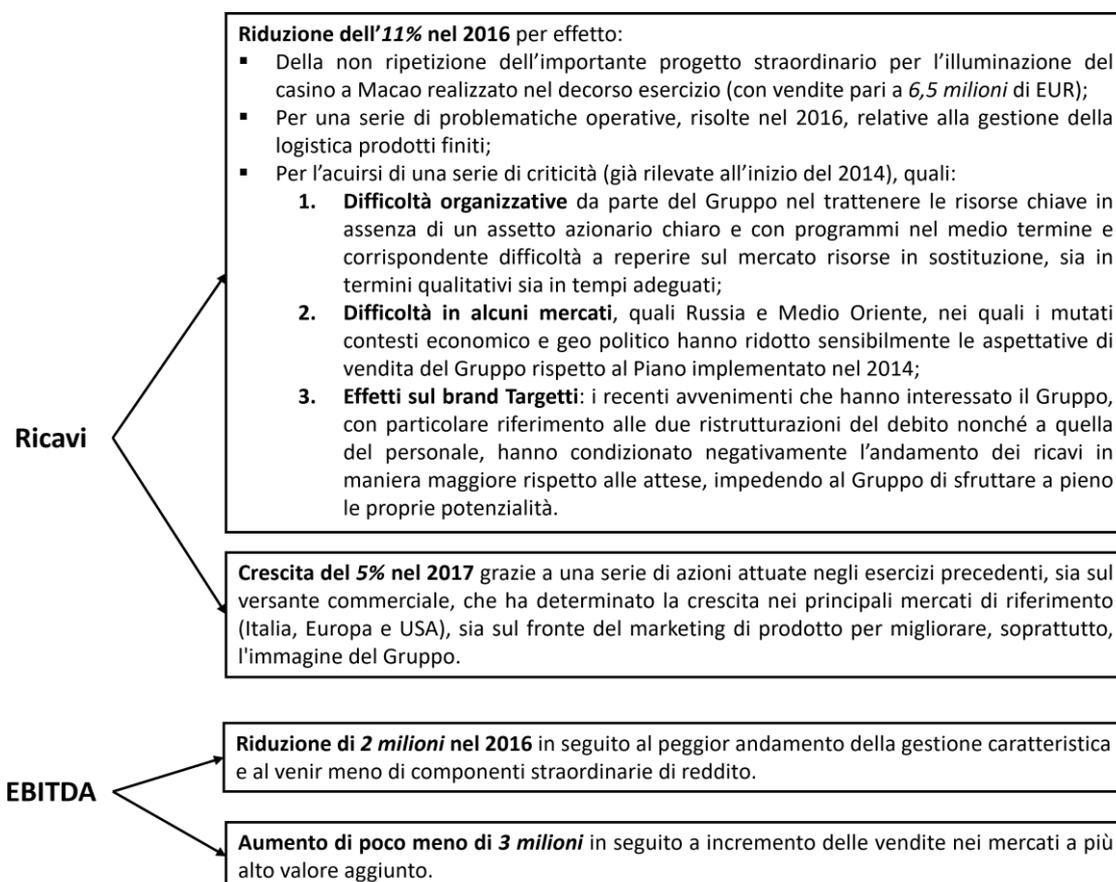
A dicembre 2017 DeA cede il 100% delle azioni e degli SFP a 3F-Filippi S.p.A., una società che opera nel settore dell'illuminazione industriale e commerciale e la cui acquisizione di Targetti è finalizzata a un'espansione sui mercati mondiali attraverso l'integrazione del know-how di prodotto e di processo delle due aziende e la creazione di sinergie commerciali, di costo e organizzative che possano portare a un raddoppio della dimensione industriale. Contestualmente all'acquisizione, 3F ha rimborsato tutto l'indebitamento finanziario, per un totale di 21 milioni di EUR, nei confronti del sistema bancario e di DeA attraverso l'accensione di due finanziamenti *intercompany*.

Tale operazione ha migliorato sensibilmente la situazione finanziaria dell'impresa che ha visto incrementare la sua PFN di 19 milioni in un solo anno. La riduzione del patrimonio netto è invece imputabile esclusivamente alla perdita d'esercizio di 2,4 milioni.

Dunque, dopo meno di un anno dall'insediamento del fondo nella nuova gestione, Targetti è uscita dalla situazione di distressed, con il superamento del break-even operativo e il miglioramento della solidità finanziaria in seguito al rimborso di tutti i debiti che l'azienda vantava nei confronti delle banche e di DeA. Tuttavia, va considerato che l'azienda presenta l'anno del disinvestimento un patrimonio netto negativo per effetto della perdita d'esercizio realizzata.

In breve, l'operazione di ristrutturazione operativa può essere così sintetizzata:

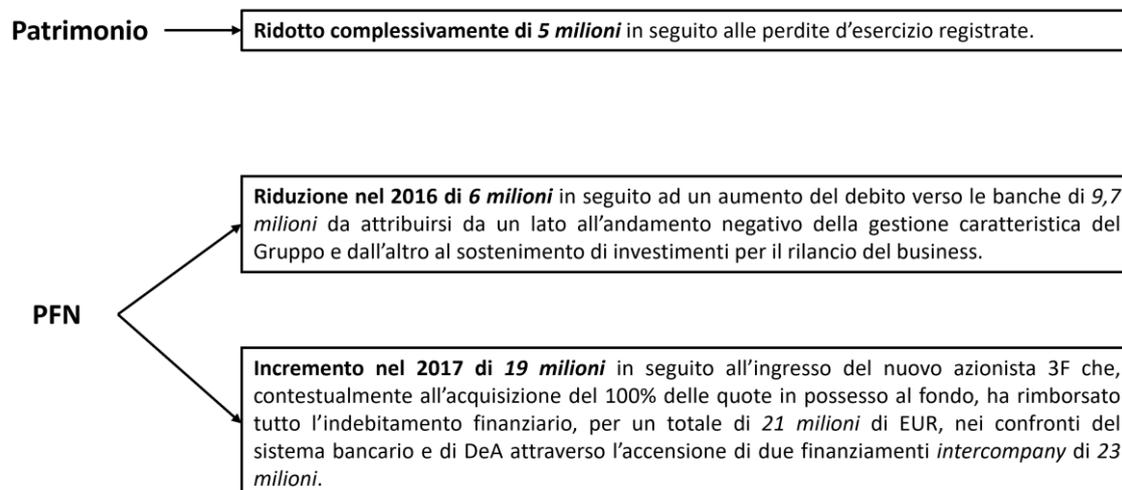
Figura 21 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Mentre, gli interventi lato finanziario e patrimoniale sono riassunti di seguito:

Figura 22 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Ipotizzando un multiplo di settore nel 2017 di 10, è possibile stimare un Enterprise Value di circa 7 milioni di EUR; tale risultato ci suggerisce che anche in questo caso si è registrato un apprezzamento del valore degli assets, considerando che nel 2015 l'EBITDA era negativo.

Tuttavia, va notato che questa valorizzazione è relativamente modesta, con un aumento complessivo della marginalità di circa 2 milioni di euro. Inoltre, è rilevante evidenziare che, se si considerasse la PFN del 2016, escludendo quella conseguita nel 2017 in quanto ha raggiunto un valore positivo solo in conseguenza dell'ingresso del nuovo socio, che ha provveduto al rimborso di tutte le esposizioni dell'azienda verso le banche e verso DeA, l'equity di Targetti a disinvestimento compiuto rimarrebbe negativo.

Se volessimo trarre delle conclusioni dalla ristrutturazione attuata da DeA Capital, ciò che emerge sarebbe senza dubbio un miglioramento nella performance operativa dell'azienda. Infatti, nonostante una diminuzione dei ricavi dal 2015 al 2017, con un CAGR del -2,3%, il margine operativo lordo è aumentato di +2,3 milioni, raggiungendo un valore positivo. Questo indica chiaramente come il fondo sia riuscito a implementare una ristrutturazione operativa, rendendo l'azienda più efficiente dal punto di vista produttivo e, soprattutto, in grado di generare valore.

Tuttavia, esaminando i cambiamenti sul lato patrimoniale, la situazione è invece risultata sfavorevole, con una riduzione del patrimonio netto di -5 milioni, raggiungendo un valore negativo. Se consideriamo il rapporto Net debt/EBITDA con la PFN del 2016 (per le ragioni poc' anzi esposte), il risultato è estremamente alto, pari a 20. Sebbene migliore rispetto al 2015, quando l'EBITDA registrava un valore negativo, rimane ancora eccessivamente elevato a causa della profonda inefficienza operativa dell'azienda.

Nonostante tali risultati, è probabile che DeA abbia comunque generato un rendimento positivo dal suo investimento in seguito all'acquisto delle quote da parte di 3F. In particolare, l'importo che il fondo potrebbe aver incassato al momento dell'exit, oltre al rimborso dei crediti vantati nei confronti dell'azienda, che ha permesso alle banche di ricevere il rimborso integrale dei loro crediti verso Targetti, potrebbe essere composto da due componenti principali:

- Una *management fee* dell'1% sul credito gestito, per un totale di circa 126 mila EUR;
- Un premio pagato da 3F per l'acquisto delle quote azionarie detenute dal fondo. Nonostante l'equity avesse un valore negativo, è ragionevole presumere che il nuovo azionista abbia effettivamente pagato a DeA una somma per il 100% delle azioni di Targetti. Tale supposizione è supportata dal fatto che l'acquisizione dell'azienda da parte di 3F è finalizzata a una sua espansione sui mercati mondiali attraverso l'integrazione del know-how di prodotto e di processo delle due aziende, nonché la creazione di sinergie commerciali e organizzative che potrebbero portare a un raddoppio della dimensione industriale. Pertanto, è plausibile ipotizzare che al momento dell'ingresso, 3F abbia pagato le azioni a un prezzo che riflettesse appunto le sinergie commerciali che l'acquisizione avrebbe generato.

- **Sinterama S.p.A.**

Sinterama S.p.A. è una società che svolge la propria attività nel settore della produzione e commercializzazione di filati in poliestere colorati e non, utilizzati per la produzione di tessuti per automotive, arredamento, abbigliamento tecnico e industriale. Nonostante il buon posizionamento nel mercato in termini di vendite, Sinterama ha chiuso i bilanci del quadriennio dal 2012 al 2015 con risultati operativi negativi che hanno portato la società a registrare nel corso dei quattro anni perdite d'esercizio complessive per circa 40 milioni di EUR.

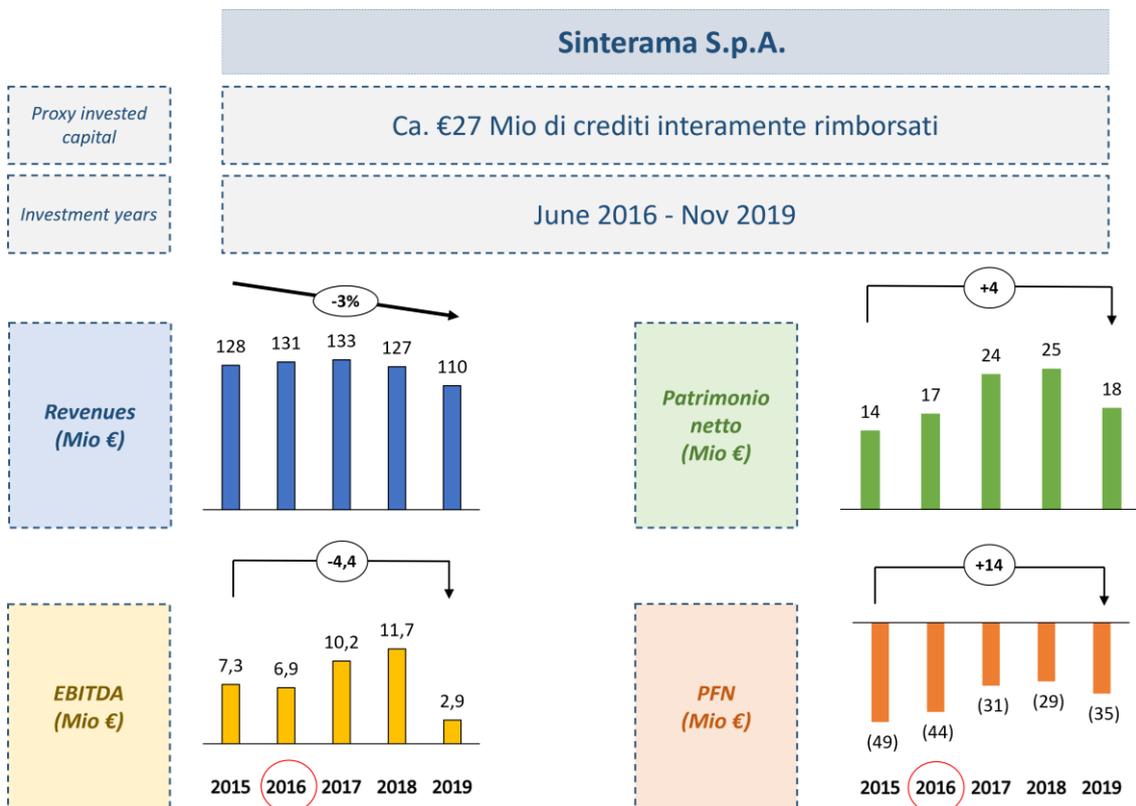
Il 2012 è stato un anno importante per l'azienda in quanto aveva intrapreso una serie di iniziative volte al consolidamento ed allo sviluppo del proprio business attraverso il rafforzamento della struttura del Gruppo mediante la costituzione di una società di diritto messicano (*Sinterama de Mexico*) finalizzata a servire il mercato nordamericano e l'acquisizione di divisioni e società di diritto italiano. Tutte queste operazioni rispondevano ad un disegno generale di posizionamento nel mercato globale del filo poliestere e di ottimizzazione dell'assetto produttivo alla costante ricerca di sinergie ed efficientamento della supply chain.

Questi interventi di riorganizzazione sia commerciale che della produzione hanno comportato un importante impegno finanziario ed economico (soprattutto in termini di ammortamenti e costi del personale) che avrebbe dovuto produrre benefici a partire dall'esercizio successivo. Tuttavia, nel periodo compreso tra il 2012 e il 2015, questi investimenti hanno portato solo a un modesto aumento del volume di vendite del +6% ma, in particolare modo, a un peggioramento della produttività del Gruppo, poiché il risultato operativo è sceso da +6 milioni a soli 500 mila EUR nel periodo 2011-2015. Questo declino è stato mitigato dagli ottimi risultati dell'ultimo esercizio, durante il quale la significativa riduzione di 3 punti percentuali dei costi di materie prime e servizi rispetto ai ricavi ha consentito a Sinterama di registrare un notevole miglioramento del risultato operativo rispetto ai -6 milioni del 2014.

La reiterata inefficienza ha non solo inficiato nel tempo il valore del patrimonio netto che si è ridotto di 31 milioni dal 2011 al 2015, ma ha anche messo in seria difficoltà la capacità dell'impresa di riuscire a far fronte alle proprie obbligazioni contrattuali a

causa di una Posizione Finanziaria Netta diventata non più sostenibile. Il fondo gestito da DeA Capital interviene a giugno 2016 con un'operazione di acquisto di circa 26 milioni di crediti deteriorati (poi saliti a circa 27 l'anno seguente) finalizzata a conseguire il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio della situazione finanziaria della società. Nel 2015 i rapporti Net debt/EBITDA e Net debt/Equity, pari rispettivamente a 6,7 e 3,5, evidenziano come i continui risultati operativi negativi avessero portato Sinterama in una condizione di sovraindebitamento, nonché in una profonda instabilità finanziaria tale da rendere l'impresa a forte rischio d'insolvenza. L'insediamento del fondo nella nuova gestione avviene a maggio 2017 in seguito all'acquisto del 51% delle quote azionarie della società, rimaste in portafoglio fino a novembre del 2019, l'anno del disinvestimento di DeA. Di seguito la ristrutturazione realizzata dal fondo dall'anno pre-investimento sino all'exit.

Figura 23 - Andamento economico-finanziario di Sinterama pre-e post ristrutturazione



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Dopo aver sottoscritto con il ceto bancario, in data 16 marzo 2016, il testo definitivo degli accordi per una moratoria fino al 30 aprile, la Capogruppo ha redatto un nuovo piano industriale e una connessa manovra finanziaria per il periodo 2017-2020, finalizzato a conseguire il risanamento dell'esposizione debitoria e ad assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria della società.

Il Piano di Risanamento ha previsto:

- Il miglioramento della logistica di gruppo e della struttura amministrativa e operativa delle attività industriali in Europa tramite uno snellimento dell'unità inglese a favore del sito produttivo bulgaro e del sito produttivo italiano;
- Il graduale miglioramento delle vendite, riferito soprattutto ai settori dell'arredamento e dell'abbigliamento, con un volume comparabile a quello registrato nell'esercizio 2014-2015. Inoltre, è stata anche prevista una spinta delle vendite nelle aree a maggiore marginalità come Asia e Brasile;
- Una forte attenzione ai costi con specifiche azioni mirate per il loro contenimento.

La manovra finanziaria sottesa al Piano di Risanamento ha invece previsto in sintesi:

- La dismissione della partecipazione detenuta dalla società in Trevira GmbH, società di diritto tedesco, pari al 25% del capitale sociale della stessa, in favore di Indorama Ventures Limited;
- Il consolidamento di parte dei crediti a medio-lungo termine acquistati da IDeA da un pool di banche (BNL, Unicredit, Biverbanca), per un importo pari a 15 milioni di EUR;
- Il riscadenziamento delle esposizioni debitorie diverse da quelle di cui al precedente punto, a termini e condizioni in linea con il Piano di Risanamento;
- L'acquisto, da parte di DeA, del 51% delle azioni della società detenute dagli attuali azionisti che si è concretizzata nel corso del 2017.

In data 20 dicembre 2016 è avvenuta l'approvazione di una prima versione del Piano da parte del Consiglio di Amministrazione della Capogruppo, mentre la versione definitiva è stata approvata ad aprile 2017.

Il Gruppo Sinterama ha realizzato nel 2016 un fatturato in aumento del 2% rispetto al precedente esercizio in seguito alle ottime performance delle controllate estere, in particolare Brasile e Cina, e una costante crescita del mercato europeo automotive che ha più che bilanciato il rallentamento registrato in alcuni degli altri settori in cui opera il Gruppo. Tuttavia, nonostante i risultati positivi in termini di vendite, la società in quell'anno era eccessivamente indebitata e questo la portava a sostenere dei costi elevati in termini di oneri finanziari. L'effetto combinato di una inefficienza operativa, che si traduceva in una bassa marginalità, e di un livello di indebitamento non sostenibile hanno portato la società a chiudere il bilancio con un risultato negativo.

L'incremento di 3 milioni del patrimonio netto è dunque ascrivibile alla perdita d'esercizio di 2 milioni, in riduzione rispetto ai -5 milioni dell'anno precedente, i quali risultano essere stati ripianati in seguito a nuovo capitale immesso da parte dei soci.

La variazione più significativa dell'anno riguarda la PFN che aumenta di 5 milioni principalmente per effetto di movimenti sul lato del debito. In particolare, i debiti verso le banche risultano essersi ridotti di circa 5 milioni in seguito a un loro pagamento per cassa avvenuto grazie ad una gestione migliore del capitale circolante.

Per comprovare quanto affermato, utilizzando l'indicatore presentato nella sezione iniziale della tesi, nel paragrafo dedicato alle determinanti del distress finanziario, è possibile valutare la liquidità dell'impresa attraverso il *net trade cycle*. Effettuando il calcolo, si evidenzia una diminuzione di tale indicatore da 97 giorni nel 2015 a 84 giorni nel 2016, a conferma del progresso nella gestione del capitale circolante.

Durante l'anno bisogna anche sottolineare come siano stati investiti circa 3 milioni di EUR in nuove immobilizzazioni materiali. In particolare, risultano circa 1,4 milioni di investimenti in impianti e macchinari e circa 650 mila euro in nuove attrezzature industriali, segno di come la società abbia puntato molto sulla realizzazione di un efficientamento produttivo che passa innanzitutto da un utilizzo migliore degli assets e dalla loro capacità di generare dei profitti. Nel 2016 il ROA si attestava allo 0,75%, in leggero miglioramento rispetto al 2015 ma eccessivamente basso a causa di un risultato operativo di appena 800 mila euro.

L'anno successivo, la società ha realizzato un fatturato superiore dell'1% rispetto al precedente esercizio. Tuttavia, il 2017 ha visto il completamento dell'attività di riorganizzazione e di taglio dei costi avviata nel 2016 e ciò ha portato ad un significativo incremento della marginalità del Gruppo (il risultato operativo è infatti aumentato di 3,4 milioni, pari a un incremento superiore del 400%). A livello di progetti implementati, a fine 2016 risulta essere completata la riallocazione dell'attività di testurizzazione dedicata principalmente al settore auto in Bulgaria, come previsto dal Piano, con ottimi effetti in termini di marginalità nel corso del 2017. Inoltre, a inizio 2018 ha avuto inizio anche la riorganizzazione delle attività R&D di Gruppo con la previsione di chiusura di quanto in essere in UK e relativa integrazione delle stesse presso il sito italiano.

Nel corso dell'esercizio sono continuati gli interventi di ristrutturazione dell'attivo volte a migliorare l'efficienza produttiva dell'azienda. In particolare, risultano nuovi investimenti di circa 2 milioni nelle immobilizzazioni materiali (principalmente in nuovi impianti e macchinari e attrezzature industriali).

In continuità con quanto previsto dal Piano, ad aprile 2017 la Società ha sottoscritto con i creditori finanziari l'Accordo di Risanamento avente come base:

- La cessione del 25% della partecipazione in Trevira;
- Il consolidamento di una parte dei 26 milioni di crediti acquistati da DeA, per un importo di 15 milioni;
- Il riscadenziamento delle restanti esposizioni debitorie in parte, per circa 8 milioni, secondo il meccanismo "*cash sweep*", e in parte, per circa 4 milioni, con un Piano di ammortamento a partire dal 2018.

Per l'effetto combinato della plusvalenza di circa 6,6 milioni in seguito alla cessione della partecipazione del 25% e dell'andamento della gestione corrente, la società ha chiuso il bilancio con un utile di circa 8 milioni, la cui contabilizzazione ha impattato positivamente sul valore del patrimonio netto che è aumentato di 7 milioni esclusivamente per effetto del risultato d'esercizio.

Inoltre, a maggio 2017 DeA Capital è diventata azionista al 51% della società.

Sul lato della PFN, la variazione è stata determinata da un incremento della cassa e da una riduzione dei debiti. Nel primo caso, questa risulta aumentata di 6 milioni in seguito al miglior risultato operativo ma principalmente per effetto dell'incasso avvenuto in seguito alla vendita della partecipazione. Invece, nel secondo caso il debito risulta essersi ridotto di circa 7 milioni. In particolare, 4 milioni sono stati rimborsati sulla base dell'Accordo di Risanamento e come conseguenza delle risultanze economiche e finanziarie dell'esercizio che ha portato a un *excess cash flow*, mentre i restanti sono stati rimborsati per cassa grazie ad una maggiore disponibilità di liquidità in seguito al flusso in ingresso derivante dalla vendita della partecipazione.

Nel 2018, Sinterama ha realizzato un fatturato in calo del 4% rispetto al 2017. Tuttavia, le attività di riorganizzazione e turnaround avviate nel 2016 hanno portato ad un significativo incremento della marginalità operativa lorda, in aumento del 15% rispetto all'anno precedente.

Inoltre, nel 2018 è avvenuto anche il completamento della riorganizzazione delle attività R&D di Gruppo con la chiusura completa di quanto in essere in UK e relativa integrazione delle stesse presso il sito italiano e bulgaro. Sempre nel 2018 la società ha anche proceduto all'accorpamento delle attività di testurizzazione italiane ad aria presso il sito bulgaro. Tutto ciò ha permesso a Sinterama di raggiungere una marginalità di circa il 9% e un ROS e un ROA del 4% e del 5%, rispettivamente 4 e 5 punti percentuali più grandi rispetto ai valori pre-investimento.

Il consolidamento del valore del patrimonio netto è merito degli interventi lato operativo che hanno permesso alla società di chiudere nuovamente il bilancio in utile.

Sinterama nel corso del 2018 ha completato i progetti previsti nel Piano Originario e, tenuto anche conto dei risultati al 31 dicembre 2017 e 2018, ha predisposto un aggiornamento del Piano Originario che ha previsto, tra l'altro, l'adozione di una nuova manovra finanziaria con il rifinanziamento dell'indebitamento a medio-lungo termine e la rimodulazione delle linee a breve termine, con contestuale risoluzione dell'Accordo di Risanamento in seguito all'avvenuto ripristino di una situazione di sostanziale equilibrio economico-finanziario. Il rifinanziamento è avvenuto mediante la sottoscrizione di un contratto di finanziamento con DeA Capital e un pool di banche (Deutsche Bank S.p.A.

e Illimity Bank S.p.A.), che hanno messo a disposizione della società due linee a medio termine:

- Una linea senior garantita per un importo complessivo di 21,5 milioni: 13 milioni sono stati forniti per cassa per il rimborso dell'esposizione a lungo termine della società (inclusa quota parte delle esposizioni nei confronti di DeA) mentre i restanti sono rappresentati da una quota parte dei crediti vantati da DeA nei confronti della società che sono stati oggetto di rimodulazione;
- Una linea subordinata non garantita per un importo complessivo di 7 milioni, composta da quota parte dei crediti vantati da DeA nei confronti di Sinterama e rimodulati secondo nuove condizioni.

L'esito della nuova manovra ha portato ad un aumento di circa 2 milioni della PFN, con DeA Capital che ha visto il suo credito ridursi di circa 3 milioni in seguito al rimborso. Di seguito si riporta l'impatto della suddetta manovra finanziaria in termini di variazione del debito, con quello "verso altri finanziatori" messo in risalto in quanto la sua riduzione, in seguito al rimborso di una parte dell'esposizione al fondo, è stato determinante per l'aumento della PFN.

Il fatturato del Gruppo nel 2019 risulta essersi contratto del 13% rispetto al precedente anno per effetto principalmente di una riduzione dei volumi venduti che ha portato ad un peggiore assorbimento dei costi fissi. Coerentemente con il calo del fatturato, anche il margine operativo e l'EBITDA hanno subito una contrazione, rispettivamente di 7,5 milioni e 9 milioni rispetto al 2018.

Per effetto di quanto sopra scritto, il risultato d'esercizio 2019 si è attestato su una perdita pari a circa 5 milioni, la cui contabilizzazione ha avuto un impatto negativo sul valore del patrimonio netto che si è ridotto a causa della cattiva performance operativa.

È importante sottolineare come la brusca caduta di fatturato abbia portato a un peggioramento nella gestione del capitale circolante, con il *net trade cycle* che da 90 giorni è passato a 115 giorni.

Per quanto riguarda la PFN, questa risulta essere incrementata in seguito al duplice effetto dato da una riduzione della cassa e un incremento del debito. Quest'ultimo è avvenuto in

seguito a un'operazione di cessione del 100% delle quote azionarie del Gruppo a una terza società. In particolare, a novembre del 2019 avviene il disinvestimento del fondo in seguito all'acquisizione del 100% delle azioni di Sinterama da parte di Indorama Ventures Public Company Limited (IVL), che ha provveduto al rimborso integrale del debito, pari a circa 25 milioni, nei confronti di DeA e degli istituti di credito Deutsche Bank e Illimity Bank attraverso l'accensione di un nuovo finanziamento di 29 milioni.

Invece, le disponibilità liquide si riducono di circa 2 milioni per effetto principalmente della performance operativa realizzata nel corso dell'esercizio, il cui impatto negativo sulla cassa è in parte compensato dall'accensione del finanziamento da parte del nuovo azionista che, utilizzato solo in parte per il rimborso delle esposizioni di Sinterama, ha fornito alla società nuove risorse liquide.

Indorama è un produttore globale di prodotti chimici, leader mondiale nel settore degli interni automotive in poliestere e produttore di filati colorati ad alte prestazioni. L'acquisizione di Sinterama è finalizzata a dare un ulteriore impulso a IVL per soddisfare la crescente domanda di applicazioni automotive e arredamento attraverso la combinazione delle capacità produttive e delle catene di fornitura delle due società.

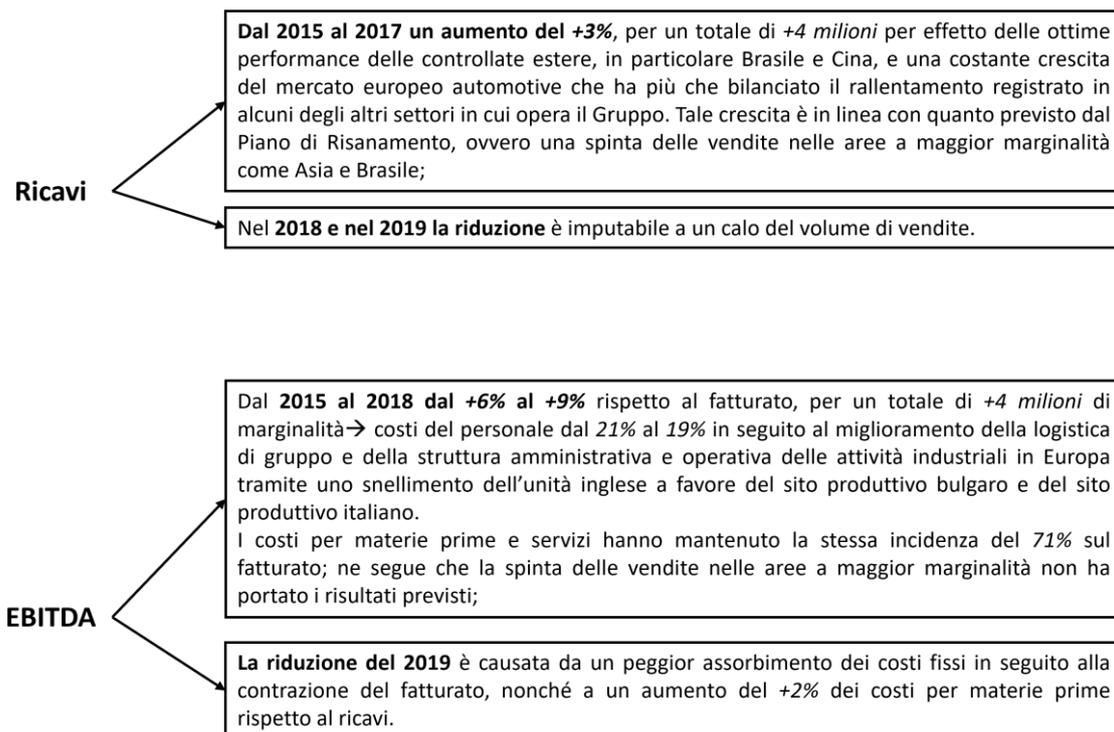
Al termine del processo di disinvestimento, si può dunque concludere che il fondo ha implementato interventi significativi per ottimizzare la produttività di Sinterama. Sebbene tali azioni abbiano notevolmente migliorato la performance operativa attraverso la redditività degli assets e la razionalizzazione dei costi, l'andamento negativo del fatturato nell'ultimo anno ha rallentato il processo di valorizzazione dell'impresa, influenzando sul rendimento complessivo generato dal fondo.

Invece, dal punto di vista finanziario e patrimoniale, le operazioni di rifinanziamento e riscadenziamento del debito, unite a una performance operativa complessivamente migliorata, hanno efficacemente eliminato lo squilibrio patrimoniale dell'azienda. L'aumento sia della PFN che del patrimonio netto ha infatti impattato sui rapporti Net debt/Equity e Net debt/EBITDA all'uscita, con valori pari a 1,6 e 10. Va notato che, anche in questo caso, il calcolo degli indicatori ha considerato la PFN del 2018, poiché quella del 2019 è influenzata dal debito contratto dal nuovo azionista per il rimborso dei vecchi creditori.

Tuttavia, nonostante il rientro dello squilibrio patrimoniale, l'azienda è rimasta finanziariamente poco solida a causa della diminuzione dell'EBITDA nell'ultimo anno.

In breve, l'operazione di ristrutturazione operativa può essere così sintetizzata:

Figura 24 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Mentre, gli interventi lato finanziario e patrimoniale sono riassunti di seguito:

Figura 25 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

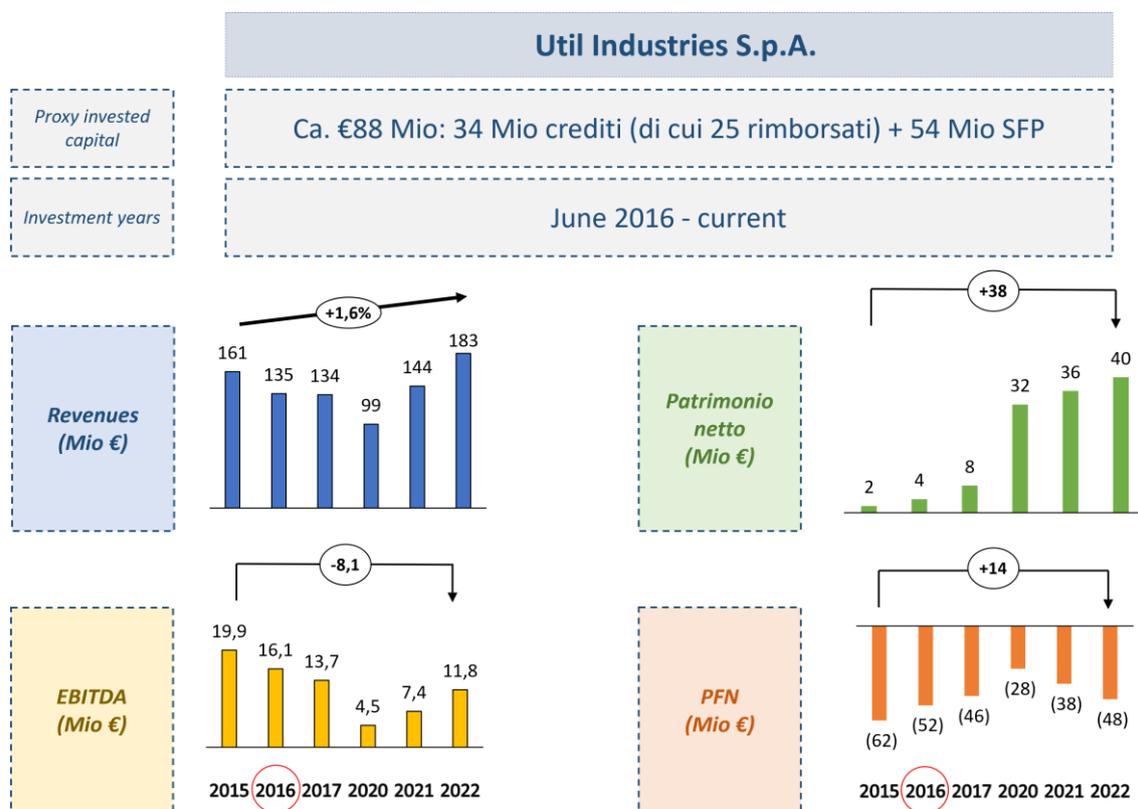
Ipotizzando all'exit un multiplo di settore pari a circa 12, il valore degli assets di Sinterama nel 2019 è di circa 36 milioni. Se a questo si sottrae la PFN del 2018, il valore di mercato dell'equity è di circa 7 milioni e di conseguenza il 51% delle azioni in possesso al fondo al momento dell'exit hanno un valore di mercato intorno ai 3,5 milioni di EUR.

Di conseguenza, in questo contesto, è possibile stimare un potenziale rendimento del fondo considerando l'ipotesi che DeA abbia ricevuto una *management fee* dell'1% sul credito gestito dalle banche nel corso dell'investimento. Sulla base di questa considerazione, tale componente avrebbe generato un incasso di circa 270 mila EUR ogni anno, totalizzando approssimativamente 1 milione nel periodo complessivo dell'investimento. Per calcolare il rendimento totale, a questa componente dovrebbero essere aggiunti i 3,5 milioni incassati dalla cessione delle quote azionarie al nuovo azionista, portando quindi il rendimento complessivo a circa 4,5 milioni di EUR.

- **Util Industries S.p.A.**

Util Industries S.p.A. è una società che opera nel settore metallurgico nella progettazione e nell'ingegnerizzazione di soluzioni tecnologiche per la produzione di componentistica di alta qualità. Sin dalla sua fondazione nel 1959, si è affermata rapidamente come azienda di riferimento per la produzione di componenti per sistemi frenanti per il settore automobilistico (piastrine e ganasce) per il mercato *OE (Original Equipment)* e *AM (After Market)*, raggiungendo una significativa quota di mercato a livello globale. A partire dal 2019, ha iniziato un profondo processo di diversificazione del portafoglio di soluzioni, sviluppando tecnologie e prodotti innovativi per rivolgersi anche ad altri settori oltre quello automobilistico, quali ad esempio macchine agricole e movimento terra (per la produzione di flange, ruote foniche meccaniche e leve comando del turbocompressore), costruzioni edili (per quanto riguarda la produzione di componenti chiave per garantire la sicurezza delle installazioni), elettrodomestici, mobilità elettrica (per la produzione di componenti e sistemi per i cosiddetti “*ePowertrains*”, ovvero i sistemi di locomozione elettrificati) e mobilità a 2 ruote (per la produzione di componenti per la trasmissione ed accessori). L'investimento ha avuto inizio a giugno 2016 con l'acquisto da parte del fondo di 61 milioni di crediti deteriorati e SFP e a marzo 2017 DeA ha perfezionato l'acquisto del 70% delle quote dell'azienda sulla base di un EV di 90 milioni (e un relativo multiplo di 5,6). Attualmente la società risulta ancora in portafoglio al fondo CCR I. Di seguito la ristrutturazione realizzata da DeA dall'anno pre-investimento sino al 2022, l'ultimo anno di disponibilità dei dati economici-finanziari dell'azienda.

Figura 26 - Andamento economico-finanziario di Util Industries pre-e post ristrutturazione



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Al 31 dicembre 2015 Util è un Gruppo che operava, oltre che in Italia, anche in Canada e in Cina attraverso una partecipazione del 100% nei confronti di due controllate estere: *Capital Tool & Design Lt.* e *Util Guangzhou Brake Co Ltd.*

La società è entrata in crisi in seguito a un prolungata inefficienza produttiva che ha impattato negativamente il valore del suo patrimonio netto. Prima dell'ingresso del fondo nel 2016, il Gruppo possedeva delle importanti quote di mercato, come evidenziato dai livelli di fatturato che riusciva a realizzare. Il problema dell'azienda era però dato dalla bassa marginalità (circa l'8% del fatturato nel biennio che precede il 2015) che era in grado di generare dalle sue vendite, soprattutto se confrontata con l'ammontare della PFN e in particolar modo con il livello del debito contratto in quel periodo. I rapporti Net debt/EBITDA del 2013 e del 2014 erano rispettivamente di circa 7 e 6 e tali valori dimostrano il profondo squilibrio finanziario in cui versava la società. Solo nel 2015 Util

riesce a migliorare la sua solidità finanziaria grazie a un rapporto Net debt/EBITDA che si riduce a un valore di circa 3. Tale riduzione è stata resa possibile da un effetto combinato di aumento del fatturato e riduzione del livello del debito. Nel primo caso, questo è aumentato del 33% rispetto al precedente esercizio grazie ad un aumento delle quote di mercato *OE*, in cui il Gruppo è attivo nella produzione di sistemi frenanti per autoveicoli, e un importante accordo commerciale con il principale cliente *after market* in USA che gli ha permesso di ampliare il portafoglio prodotti, con conseguenti incrementi nei volumi di vendita. La riduzione del debito di 20 milioni dal 2013 al 2015 è invece conseguenza della sottoscrizione ad ottobre 2014 di un Accordo di Ristrutturazione dei debiti con le banche finanziatrici, le quali hanno consentito la rinuncia e la conversione di parte dell'indebitamento finanziario in strumenti partecipativi per un valore di circa 30 milioni.

Nonostante nel 2015 ci fosse stato un miglioramento della performance operativa per le ragioni sopra esposte, la società continuava comunque a trovarsi in una situazione di crisi che minava la sua capacità di proseguire l'attività operativa in futuro a causa di un patrimonio netto appena positivo e di un rapporto Net debt/Equity pari a 31. Un risultato del genere non era però conseguenza di uno o due esercizi negativi ma piuttosto di una reiterata inefficienza produttiva che andava avanti ormai da tempo e di un uso non profittevole degli assets di cui Util disponeva per la sua produzione che comportavano solo eccessivi costi in termini di ammortamenti e poca creazione di valore aggiunto. Infatti, nonostante non si abbiano i bilanci antecedenti al 2013, la prominente inefficienza che si riesce a cogliere dal primo bilancio disponibile lascia presupporre come questa cattiva performance operativa fosse già presente anche gli anni prima. Dunque, le conseguenze sono state dei bilanci che puntualmente ogni anno chiudevano con margini operativi negativi (o appena positivi) e risultati d'esercizio in perdita. Basta pensare che nel solo biennio 2013-2014 la perdita si era attestata a -14 milioni e -12 milioni. Sono state proprie queste perdite d'esercizio così pronunciate che hanno inficiato pesantemente il valore del patrimonio netto che anno dopo anno si è ridotto sempre di più sino a raggiungere un valore appena positivo di 2 milioni nel 2015.

Nel periodo compreso tra il 2016 e il 2022, il Gruppo ha attraversato tre distinti stadi nell'ambito dell'industria automobilistica globale, conseguendo prestazioni operative differenziate in ciascuno di essi.

Durante la prima fase, che ha coperto il periodo dal 2016 al 2019, il Gruppo ha mantenuto la sua presenza nel settore in cui era già consolidato come azienda di riferimento, raggiungendo significative quote di mercato a livello globale, in particolare nella produzione di componenti per sistemi frenanti nel settore automobilistico, come piastrine e ganasce, per i mercati *OE* e *AM*. Tuttavia, nel periodo pre-investimento (2015) fino al 2019, il Gruppo ha registrato una notevole contrazione del fatturato pari al -30% (corrispondente a -48 milioni). Nel 2016 e nel 2017, ciò è stato principalmente attribuibile alla perdita di quote di mercato in Nord America, derivante principalmente dalle delocalizzazioni selvagge dei colossi della componentistica come Bosch e Itt (ovvero i suoi clienti più importanti) dal Vecchio Continente verso l'Asia. A questa importante perdita si aggiunge il fatto che i ricavi della società derivavano dalle vendite realizzate con un numero limitato di clienti e, pertanto, erano legati all'andamento e alle prospettive degli stessi. Una parte importante di tali clienti aveva presenze rilevanti nell'*After Market* che, come noto, si articola principalmente attraverso grandi canali di distribuzione, collegati quest'ultimi ai retailers ed ai centri di assistenza. Tuttavia, il vantaggio/svantaggio dell'*After Market* è che attenua da sempre sensibilmente le fluttuazioni del mercato *OE*.

Alla perdita di quote di mercato in Nord America, influenzata anche dalla spinta concorrenziale dei concorrenti asiatici che ha causato una significativa contrazione nel mercato AM, sia in Nord America (in particolare in Canada) che in Europa, si è aggiunta la contrazione del settore automobilistico nel biennio 2018-2019. Se il 2017 aveva segnato il quarto anno consecutivo di crescita per il settore automobilistico europeo, con un aumento medio annuo delle immatricolazioni del +6%, portando benefici alle vendite del Gruppo nel mercato OE, il 2018 è stato caratterizzato da una stabilizzazione delle immatricolazioni a livelli simili all'anno precedente (con un aumento del +1,2% nel 2019 in Europa), ma con una contrazione nella produzione di circa l'1% (-4,4% nel 2019). A condizionare l'andamento dell'anno è stata l'accelerazione della contrazione delle

vendite di auto alimentare a diesel, a causa delle incertezze riguardo la possibilità di utilizzo in ogni luogo e territorio che ha spinto gli utenti a rallentare l'acquisto.

Questa contrazione del fatturato è stata accompagnata da una riduzione della redditività del Gruppo, con l'EBITDA che ha subito una diminuzione del 90% dal 2015 al 2019 (-18 milioni). Ciò è stato principalmente attribuibile all'incremento dell'incidenza dei costi di produzione, che è passata dal 94% al 106%, principalmente a causa della riduzione dei ricavi che ha comportato un peggiore assorbimento del costo del lavoro (dal 22% nel 2015 al 29% nel 2019).

Nonostante i costi per materie prime, servizi e ammortamenti abbiano mantenuto un impatto sostanzialmente costante sui ricavi, è importante notare che il Gruppo ha intrapreso diverse iniziative di efficienza produttiva nel corso di questi anni, tuttavia, senza conseguire i risultati attesi. Ad esempio, nel segmento produttivo delle piastrine, sono state avviate numerose iniziative mirate a sfruttare al massimo la capacità produttiva e migliorare l'efficienza attraverso l'automazione e modifiche dei processi produttivi. Invece, nel segmento delle ganasce, data la diminuzione costante della domanda, la società ha focalizzato gli sforzi sulla razionalizzazione del layout produttivo ed organizzativo per massimizzare l'efficienza e mantenere una discreta marginalità.

Inoltre, il Gruppo ha implementato interventi sul lato degli attivi attraverso nuovi investimenti e dismissioni di assets. Nel corso di questa prima fase, sono stati effettuati nuovi investimenti in immobilizzazioni materiali per un totale di 32 milioni di EUR, distribuiti su circa 8 milioni all'anno per nuovi impianti e macchinari di produzione (quale l'acquisizione di nuove presse ad alto tonnellaggio) e nuove attrezzature industriali e commerciali (quale la costruzione di stampi, ovvero attrezzi speciali che, una volta applicati su apposite macchine che agiscono mediante opportuna pressione, permettono di ottenere, senza alcuna produzione di trucioli, oggetti con forme geometriche proprie desiderate).

La società ha anche condotto attività di ricerca e sviluppo mirate a migliorare le tecnologie degli stampi per minimizzare l'utilizzo di materia prima e sfruttare maggiormente gli impianti, all'automazione di alcuni importanti processi produttivi, alla

sperimentazione di nuove soluzioni tecnologiche e a collaborazioni con Tier 1 (fornitori principali) per lo sviluppo di nuove tecnologie e tipologie di piastrine.

Nonostante questi sforzi, il Gruppo non è riuscito a raggiungere gli obiettivi desiderati in termini di miglioramento della produttività e contenimento dei costi. Il Return on Assets (ROA) è sceso dal +9% nel 2015 a -7,5% a causa del risultato operativo negativo.

Il processo di rilancio commerciale del Gruppo ha avuto inizio nel 2018, quando le difficoltà di mercato riscontrate fin dall'inizio dell'anno hanno impedito il rispetto dei vincoli finanziari al 31 marzo 2018, come stabilito nell'Accordo di Ristrutturazione del debito stipulato nel 2014. Questa situazione ha reso necessario per la Capogruppo richiedere alle banche un accordo di moratoria al fine di consentire la continuazione dell'accordo di ristrutturazione esistente e la negoziazione di un nuovo accordo di ristrutturazione del debito. Durante la riorganizzazione con le banche, la Capogruppo ha avviato anche le attività relative alla revisione del piano industriale, delineando le azioni atte a ristabilire l'equilibrio economico-finanziario.

Le principali linee guida del nuovo piano industriale per il periodo 2019-2023, approvate preliminarmente il 31 gennaio 2019 e definitivamente a giugno 2019, hanno compreso:

- L'ingresso nel nuovo business dei prodotti "diversificati" sia nell'ambito automobilistico che in altri settori;
- L'eliminazione dei progetti/linee di business con bassa redditività e il trasferimento dei volumi a saturazione degli impianti esistenti;
- La chiusura dello stabilimento messicano a causa delle perdite storiche, con la produzione di OE trasferita in Canada;
- Un incremento del segmento OE e una diminuzione dell'aftermarket per le controllate canadese e cinese;
- Un piano di manutenzioni straordinarie volto al miglioramento dell'efficienza produttiva nella filiale canadese nel biennio 2019-2020.

Tuttavia, i benefici del nuovo piano industriale hanno subito un ritardo a causa della pandemia da Covid-19, che ha fortemente condizionato la produttività del Gruppo. Nel 2020, e qui si giunge alla seconda fase, i ricavi di Util si sono ridotti del 12% (-14 milioni) a causa delle restrizioni imposte dalla pandemia. Nonostante ciò, il Gruppo ha continuato

le attività di ricerca e sviluppo, avviando lo sviluppo di prodotti per nuovi mercati al di fuori dell'automotive, come il settore delle costruzioni.

Inoltre, sempre nel 2020 risulta anche un aumento di circa 17 milioni nelle immobilizzazioni materiali e tale variazione è dovuta a tre fattori:

- La rivalutazione delle presse per 8,5 milioni;
- La sospensione degli ammortamenti pari a circa 5,2 milioni di EUR a seguito della possibilità prevista dal decreto emesso in risposta alle restrizioni imposte dalla pandemia;
- L'acquisizione di nuovi impianti e macchinari per 3,8 milioni (in particolare 3 presse usate che sono state di determinante importanza per la Controllante per accelerare la penetrazione del mercato dei diversificati), nuove attrezzature per 1,8 milioni e immobilizzazioni in corso per 4,6 milioni.

Anche le immobilizzazioni immateriali risultano essere incrementate di circa 10 milioni rispetto al precedente esercizio in seguito alla rivalutazione del marchio aziendale.

Nonostante il periodo di crisi, Util Industries si è comunque dimostrata molto attiva sul mercato acquisendo nuovi ordini in diversi settori, tra cui OE, AM (attraverso rafforzamento delle partnership commerciali con il gruppo TMD e Remsa) e prodotti diversificati. Queste azioni hanno contribuito a una ripresa della profittabilità e delle marginalità, nonostante la flessione dei volumi, grazie a una migliore struttura dei costi e a un portafoglio clienti diversificato. Tale recupero è evidente nella diminuzione dei costi per materie prime e servizi rispetto al fatturato, passati dal 64% del precedente esercizio al 61%. Questo contenimento dei costi e la sospensione degli ammortamenti hanno preservato il margine operativo lordo, che è aumentato di circa 3 milioni rispetto al 2019, riportando il risultato operativo a un valore positivo di circa 1 milione, in crescita di 8 milioni rispetto all'anno precedente.

L'ultima fase, comprendente il biennio 2021-2022, può essere caratterizzata come quella della ripresa produttiva del Gruppo. Questi due anni hanno rivestito un'importanza particolare per Util, poiché sono stati contraddistinti dalla ripresa dei volumi produttivi nel nuovo contesto post-pandemico e dalla complessa situazione geopolitica causata dalla

guerra tra Russia e Ucraina. Tuttavia, le conseguenze di tali eventi hanno avuto un impatto significativo sull'economia.

La ripresa economica post-pandemia ha portato a una contrazione nel 2019 del mercato dell'auto, a causa di vari fattori, tra cui la crisi nella produzione di microchip e le difficoltà nel comparto *supply chain*, che ha causato problemi nei trasporti marittimi e significativi effetti inflattivi. Il mercato europeo dell'auto ha registrato una diminuzione delle immatricolazioni del 5% nel 2021 rispetto al 2020, mentre il mercato globale ha registrato un aumento del 2,4%.

Nel 2022, invece, mentre l'attenzione dell'Occidente era rivolta alla situazione geopolitica ed energetica, in Cina persistevano le incertezze legate al controllo del virus, con lockdown diffusi e impatti diretti sull'economia e sulla domanda di autovetture.

In questo contesto, l'industria automobilistica ha registrato risultati contrastanti nel corso dell'anno. In Cina, il volume delle vendite è aumentato del 2% rispetto al 2021, mentre in Europa si è registrato un calo delle immatricolazioni del 4,1% in seguito alla debolezza dell'offerta (legata alla carenza di semiconduttori che ha allungato i tempi di produzione e consegna delle vetture) e della domanda (indotta dalle conseguenze della pandemia, prima, e dal conflitto russo-ucraino e dall'incremento dell'inflazione, in un secondo momento). Anche il mercato statunitense ha registrato nel corso del 2022 delle vendite di veicoli in calo dell'8%.

Nonostante il periodo di incertezza il Gruppo anche nell'esercizio corrente ha dimostrato un'intensa e prolifica attività commerciale raggiungendo degli ottimi risultati su tutti i fronti: *OE*, *AM*, prodotti *diversificati*. In particolare, Util è riuscita a consolidare e incrementare le proprie quote di mercato sia in Europa che in Nord America, divenendo il fornitore principale di alcuni importanti Gruppi industriali del settore automotive e della mobilità elettrica. Inoltre, risultano importanti attività commerciali nel comparto *diversificati* anche nel mercato nordamericano e asiatico.

A livello di fatturato, nel 2022 questo risulta aumentato rispetto al 2019, l'anno pre-pandemia, del +63% (+71 milioni) raggiungendo un volume di vendite addirittura superiore del +14% (+22 milioni) a quello del 2015, l'anno pre-investimento. Questi incrementi sono determinati da una combinazione di fattori, tra cui l'inflazione, l'aumento

dei volumi dei prodotti diversificati (pari al 15% del fatturato nel 2022 contro il 10% del 2021) e un maggiore focus sulle vendite OE a discapito dell'AM, soprattutto in Cina.

Malgrado il volume d'affari risulti superiore a quello registrato nel 2015, la redditività ha sperimentato un calo rispetto a quell'anno. Nel 2022, l'EBITDA ha subito una diminuzione del 40% rispetto al 2015 (-8 milioni), principalmente a causa dell'incremento dei costi per materie prime e servizi (74% contro il 63% dell'anno pre-investimento). Tuttavia, è importante notare che confrontare la redditività del 2015 con quella del 2022 potrebbe essere rischioso, dato che quest'ultima è influenzata dagli effetti inflattivi, che hanno determinato un aumento sia dei ricavi che dei costi, e dal beneficio della sospensione degli ammortamenti, usufruito dalla Capogruppo nel corso dell'esercizio corrente, analogamente a quanto avvenuto nel 2020 e nel 2021.

Nel corso di questi ultimi due anni, il Gruppo ha continuato con le medesime attività di ricerca e sviluppo avviate gli anni precedenti e con nuovi investimenti in immobilizzazioni materiali per complessivi 26 milioni:

- Per nuovi macchinari, impianti e attrezzature per la produzione: nuove presse di alto tonnellaggio, nuovi stampi e l'investimento, effettuato nel 2022 e concluso l'anno seguente, per l'acquisto della nuova linea composta da due torni di fabbricazione, di fondamentale importanza per Util per poter accedere al segmento del *powertrain*;
- Per il lancio della nuova operatività in Messico: si ricorda che nel 2018 Util aveva proceduto alla chiusura dello stabilimento messicano a seguito delle costanti perdite realizzate storicamente. Tuttavia, questo nuovo investimento faceva parte di un piano che prevedeva il rientro nel mercato messicano tramite la riapertura di un contratto *maquiladora/shelter company*⁶⁸ con la società messicana American Industries.

⁶⁸ Il contratto *maquiladora* è una strategia di outsourcing della produzione in cui un'azienda si affida a una società di produzione esterna (*maquiladora* o *shelter company*) per realizzare prodotti o componenti in un paese diverso da quello in cui opera. Questo approccio consente alle aziende di ridurre i costi, accedere a nuovi mercati e sfruttare i vantaggi fiscali o commerciali offerti dalla giurisdizione ospitante.

Inoltre, a febbraio 2022 il C.d.A. ha deliberato il piano industriale 2022-2024, le cui linee di azioni previste sono riassumibili nei seguenti punti:

- Ingresso nel nuovo business dei prodotti diversificati sia in ambito automotive che in altri settori;
- Eliminazione dei progetti/linee di business con bassa redditività e trasferimento dei volumi a saturazione degli impianti esistenti;
- Una struttura dei costi più razionale e contenuta;
- Una più oculata attenzione agli esborsi e agli investimenti.

Per quanto concerne l'evoluzione della situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo nel corso dell'investimento, si sono verificate variazioni nel corso degli anni in risposta alle performance operative registrate.

Nel 2017, il patrimonio netto ha registrato un aumento di +5,5 milioni rispetto al 2015, principalmente grazie alle performance operative che hanno consentito a Util di concludere gli esercizi con un utile. Dal punto di vista finanziario, la PFN è aumentata di 16 milioni grazie al rimborso di circa 20 milioni di debito per cassa, derivante dalle performance operative e da una gestione più efficiente del capitale circolante, come indicato dalla riduzione del *net trade cycle* da 86 giorni nel 2015 a 83 giorni nel 2017.

In aggiunta, focalizzandoci sul contesto del debito, il 23 giugno 2016 il fondo gestito da DeA Capital ha effettuato con successo l'acquisizione dei crediti detenuti da diverse banche (BNP Paribas, Unicredit, BPM) nei confronti della società, per un valore nominale di 37 milioni di EUR (successivamente ridotti a 30 milioni in seguito al rimborso precedentemente descritto). Contestualmente, il fondo ha proceduto all'acquisizione al 100% del loro valore nominale di SFP, per un ammontare complessivo di 24 milioni di EUR.

Il 28 marzo 2017, DeA Capital ha completato l'acquisizione del 70% delle azioni di Util a un prezzo di 1 EUR. Nel mese successivo, nell'ambito dell'operazione finalizzata all'acquisizione del controllo del Gruppo, DeA Capital ha ulteriormente acquisito crediti per circa 5 milioni di EUR vantati da Interbanca nei confronti della società. Al 31 dicembre 2017, i crediti detenuti da DeA nei confronti del Gruppo ammontavano a circa 34 milioni di EUR.

Il periodo biennale compreso tra il 2018 e il 2019 è stato estremamente critico per il Gruppo. Durante questi anni, la contrazione nel settore automobilistico, causata principalmente dalla diminuzione delle vendite di auto alimentate a diesel, insieme alla perdita di quote di mercato in Nord America, ha avuto un impatto significativo sia sul fatturato che sulla redditività complessiva del Gruppo. I risultati dell'EBITDA, che sono stati negativi nel 2018 e appena positivi l'anno successivo, hanno portato a Util a chiudere i bilanci con perdite di -15 e -6 milioni rispettivamente, rendendo necessario un intervento immediato da parte del fondo sul fronte del debito e del patrimonio.

L'inizio dell'intervento risale al 2018, quando le difficoltà di mercato, già evidenti all'inizio dell'anno, hanno impedito il rispetto dei vincoli finanziari al 31 marzo 2018 stabiliti nell'Accordo di Ristrutturazione del debito sottoscritto nel 2014. Questo ha costretto la Capogruppo a implementare un nuovo piano industriale per il periodo 2019-2023 e a richiedere alle banche un accordo di moratoria per garantire la continuazione dell'accordo di ristrutturazione in corso e la negoziazione di un nuovo accordo di ristrutturazione del debito a supporto del piano.

Nel frattempo, lo stesso anno, è avvenuta l'acquisizione, da parte del fondo, dei crediti precedentemente detenuti da BNP Paribas nei confronti della società (pari a circa 7 milioni a inizio anno ma poi saliti a 12 milioni nel corso dell'esercizio). In seguito a questa transazione, il fondo è diventato l'unico creditore di Util, con un'esposizione finanziaria di circa 56 milioni di EUR (34 milioni del 2018 + 12 milioni acquistati da BNP nel 2019 + 10 milioni acquistati dalle società di factoring sempre nel 2019).

L'anno successivo, a seguito della stipula del nuovo contratto di finanziamento, DeA Capital ha convertito una parte dei 56 milioni, equivalente a 25 milioni, in SFP.

Nel 2018, a seguito dell'acquisizione dei crediti precedentemente detenuti da BNP Paribas e dalle società di factoring da parte del fondo, non sono stati registrati cambiamenti significativi per la PFN. La variazione nel debito ha comportato esclusivamente la riclassificazione dei debiti verso le banche e le società di factoring nella voce "verso soci per finanziamenti". Nel 2019, invece, la PFN è aumentata di +17 milioni per effetto:

- Della riduzione di 25 milioni di esposizioni nei confronti di DeA in seguito alla loro conversione in SFP;

- Di nuove esposizioni per 6 milioni, di cui 1 milione di debiti verso le banche e 5 milioni di debiti verso società di factoring.

La conversione di 25 milioni di debito in SFP ha avuto un impatto positivo anche sul patrimonio netto, che nel 2019 è tornato a un valore positivo di 10 milioni, dopo che la registrazione delle significative perdite dell'esercizio precedente l'aveva ridotto a un valore negativo di -6 milioni.

L'ultimo intervento del fondo sul fronte finanziario e patrimoniale è avvenuto nel 2020. Nel dettaglio, a dicembre di quell'anno, l'Assemblea Straordinaria ha approvato la conversione di ulteriori 5 milioni di crediti detenuti dal fondo in SFP non convertibili. A seguito di questa operazione, la voce "Altre riserve" era composta da SFP convertibili e non convertibili per un totale di 41,6 milioni, tutti di proprietà di DeA Capital.

Alla luce di quanto detto, nel corso dell'anno il patrimonio netto è aumentato di 22 milioni rispetto al 2019, grazie a diversi fattori:

- Un aumento della voce "Riserva di rivalutazione" di 18 milioni, derivante dalla rivalutazione degli asset effettuata dalla Capogruppo;
- La conversione di ulteriori 5 milioni di crediti in SFP da parte del fondo, portando il debito di Util nei confronti di DeA a 28 milioni;
- Una perdita d'esercizio inferiore rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda la PFN della società, nel 2020 si è attestata a -28 milioni, in miglioramento rispetto ai -30 milioni del 2019. Questa variazione è giustificata dall'aumento del debito di circa 4 milioni e dall'incremento delle disponibilità liquide di 6 milioni. Nel dettaglio, il debito verso le banche è aumentato di 1,4 milioni (di cui circa 3 milioni attribuibili interamente a Illimity Bank), mentre il debito verso società di factoring ha registrato un incremento di 7 milioni nel corso dell'esercizio. L'aumento della cassa è principalmente dovuto all'incremento del debito e a una gestione più efficiente del capitale circolante, con il *net trade cycle* che è migliorato significativamente da 69 a 41 giorni.

Nel biennio 2021-2022, il patrimonio netto è cresciuto grazie alle migliori performance operative del Gruppo, che ha chiuso i bilanci in utile, e all'utilizzo della riserva di

rivalutazione di 18 milioni del 2020 per coprire parte delle pesanti perdite accumulate negli esercizi precedenti, pari a circa -29 milioni.

Rispetto al 2020, la PFN dell'ultimo anno si è ridotta di 20 milioni principalmente a causa dell'aumento del debito. In particolare, il debito verso società di factoring è cresciuto di 5 milioni, mentre il debito verso le banche è aumentato di 28 milioni a seguito di un nuovo finanziamento da parte di Illimity Bank per il rimborso di 17 milioni di debiti nei confronti di DeA. Dopo questa operazione, il debito nei confronti del fondo si è ridotto a circa 11 milioni.

In conclusione, va sottolineato che durante l'investimento, il fondo ha dedicato particolare attenzione alla gestione del capitale circolante del Gruppo. Tra il 2015 e il 2022, il *net trade cycle* ha subito una notevole contrazione da 86 a 17 giorni, anche grazie ai contratti di factoring e reverse factoring stipulati dal Gruppo nel corso degli anni. Questo miglioramento significativo ha consentito a Util non solo di finanziare con successo il piano industriale implementato, ma anche di ridurre progressivamente il debito grazie a maggiori disponibilità liquide.

Complessivamente, nel corso dell'investimento bisogna sicuramente dare merito al fondo e ai suoi risultati positivi in termini di quote di mercato conquistate dal Gruppo, come dimostrato dagli importanti volumi di vendita realizzati da Util l'ultimo anno. Infatti, nonostante la società nel 2016 avesse subito una forte riduzione del fatturato in seguito alla perdita del maggior cliente nordamericano, DeA Capital è riuscita a implementare una serie di attività e di progetti di efficientamento produttivo, nonché di diversificazione della produzione che ha permesso non solo di consolidare la presenza del Gruppo nei segmenti tradizionali in cui operava (*OE* e *AM* per quanto riguarda componenti automobilistici) ma anche di accrescere la sua presenza in segmenti del tutto nuovi alla società, come quello edile e dell'e-mobility. Bisogna anche sottolineare che tutto questo è avvenuto all'interno di uno scenario totalmente inatteso, caratterizzato dalla pandemia da Covid-19 che ha provocato una brusca frenata della crescita economica a livello globale. Inoltre, è opportuno considerare anche che il Gruppo opera in un settore storicamente soggetto ad elevata ciclicità che tende a riflettere non solo il generale andamento dell'economia ma anche ogni evento macroeconomico, quale un incremento dei prezzi dell'energia, fluttuazioni nei prezzi delle commodities e di altre materie prime,

fluttuazioni avverse in fattori specifici quali tassi di interesse e rapporti di cambio, modifiche delle politiche governative (inclusa la regolamentazione in materia di ambiente) etc.

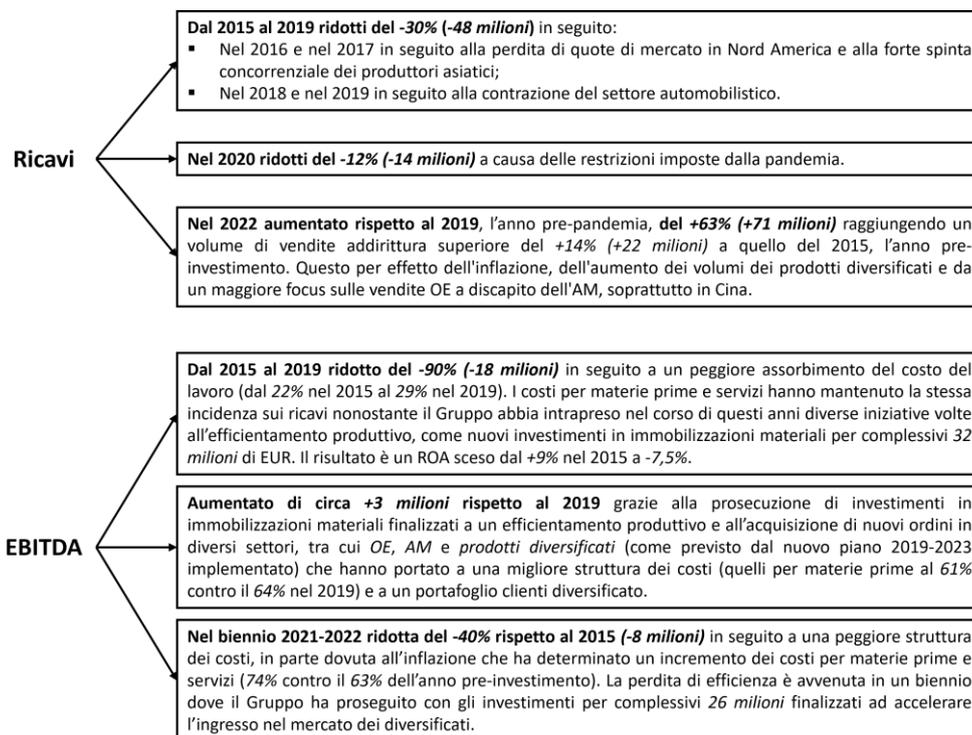
Il risultato è stato un fatturato in crescita mediamente ogni anno del +1,6%, con il 2022 che ha fatto registrare un volume di vendite addirittura superiori a quelle del periodo precrisi del 2015.

Anche da un punto di vista patrimoniale i risultati raggiunti sono senz'altro positivi, con un patrimonio netto aumentato di 38 milioni dall'anno pre-investimento e un ritrovato equilibrio della struttura di capitale (il rapporto Net debt/Equity nel 2022 è pari a 1,2, contro 31 del 2015).

Tuttavia, non risultano esserci stati miglioramenti significativi in termini di marginalità, nonostante gli sforzi profusi da parte del fondo. Nel periodo 2015-2022 il margine operativo lordo risulta essersi ridotto di 8 milioni (nel 2015 l'EBITDA era il 12% del fatturato, mentre nel 2022 è sceso al 6%) e questo risultato negativo, nonostante un complessivo miglioramento della PFN, contribuisce a rendere la società poco solida finanziariamente. Il rapporto Net debt/EBITDA era pari a 3,1 nel 2015 ma nel 2022 risulta essere peggiorato a 4.

In breve, l'operazione di ristrutturazione operativa può essere così sintetizzata:

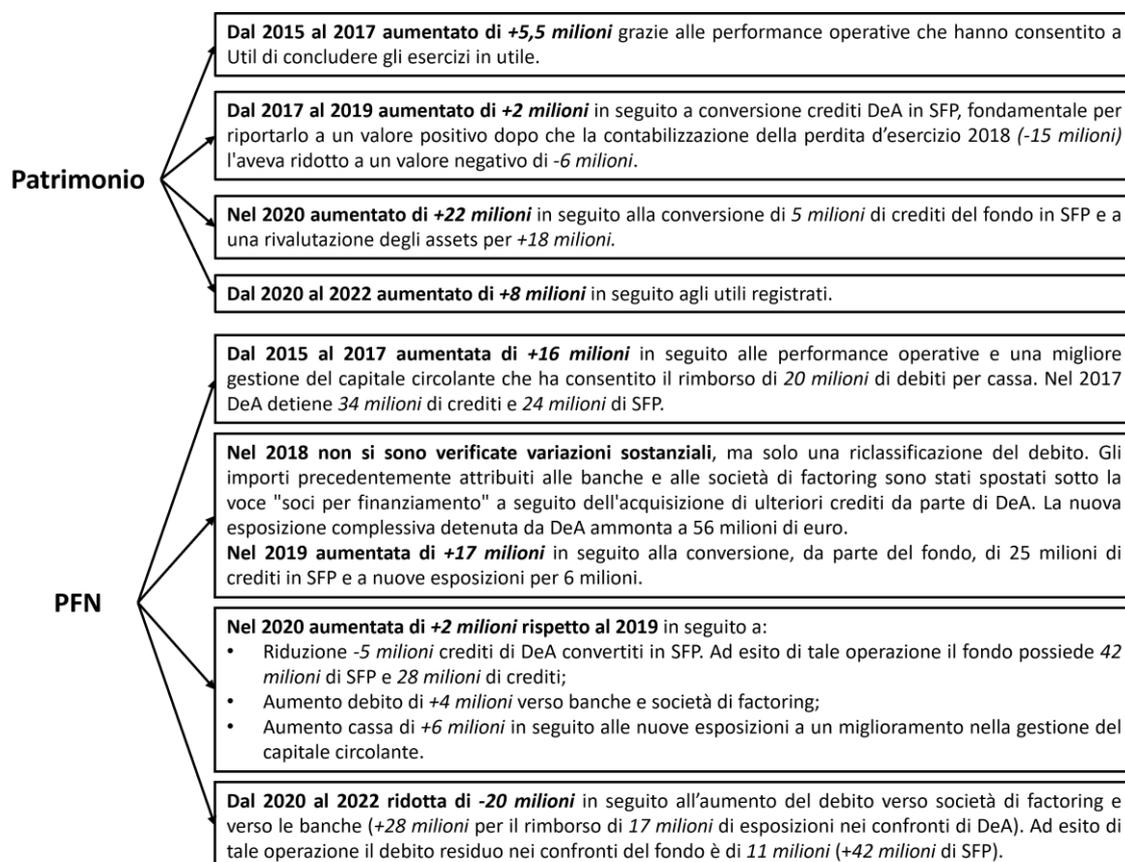
Figura 27 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Mentre, gli interventi lato finanziario e patrimoniale sono riassunti di seguito:

Figura 28 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Volendo stimare un multiplo di settore nel 2022 pari a circa 9, quello che si otterrebbe è un EV di Util pari a 104 milioni (comunque superiore ai 90 milioni al momento dell'ingresso del fondo). Se a questo valore si sottraesse la PFN dell'azienda, il valore di mercato dell'equity avrebbe un valore pari a 56 milioni e DeA possiede il 70% delle quote azionarie di Util. Ciò significherebbe che dalla cessione delle quote, ciò che il fondo incasserebbe sarebbe una cifra pari a circa 40 milioni.

A questo importo, bisognerebbe aggiungere circa l'1% annuale sul credito gestito da DeA Capital per conto degli istituti di credito, per un ammontare complessivo di circa 4 milioni.

Tuttavia, nonostante l'importante cifra che DeA potrebbe incassare dalla cessione delle azioni, attualmente il Gruppo è ancora in portafoglio al fondo, con quest'ultimo che detiene un credito di 11,4 milioni e SFP per un ammontare pari a 41,6 milioni di EUR.

Le ragioni per cui ancora DeA Capital non ha intrapreso alcun exit non sono note e nemmeno ricerche su Internet suggeriscono possibili sviluppi futuri. Tuttavia, le ragioni potrebbero essere diverse:

- 1) Il fondo potrebbe voler aspettare ancora 1-2 anni per consolidare maggiormente il fatturato realizzato l'ultimo esercizio e aumentare la marginalità del Gruppo. Ciò gli permetterebbe di valorizzare maggiormente l'equity della società, nonché di vedersi rimborsato una parte dei crediti e degli SFP che detiene;
- 2) I contratti stipulati per l'acquisto degli SFP potrebbero contenere delle clausole specifiche che prevedono la loro estinzione o comunque che non ne garantiscono il rimborso completo. In questo caso, la scelta del fondo di non disinvestire potrebbe essere dettata da una stima di un possibile MoM ancora sotto le proprie aspettative o con ampi margini di miglioramento in un futuro non troppo lontano. In questa situazione la società di private equity potrebbe essere spinta a temporeggiare;
- 3) DeA non è riuscita a individuare un potenziale investitore disposto a partecipare alla società e a sostenere il Gruppo nel completare il percorso di rilancio operativo. Questa eventualità è plausibile, poiché la cessione di DeA comporterebbe la necessità di trovare un soggetto interessato non solo ad acquisire le quote azionarie detenute dal fondo, ma anche a rimborsare circa 53 milioni di debito e SFP detenuti dalla società di private equity.

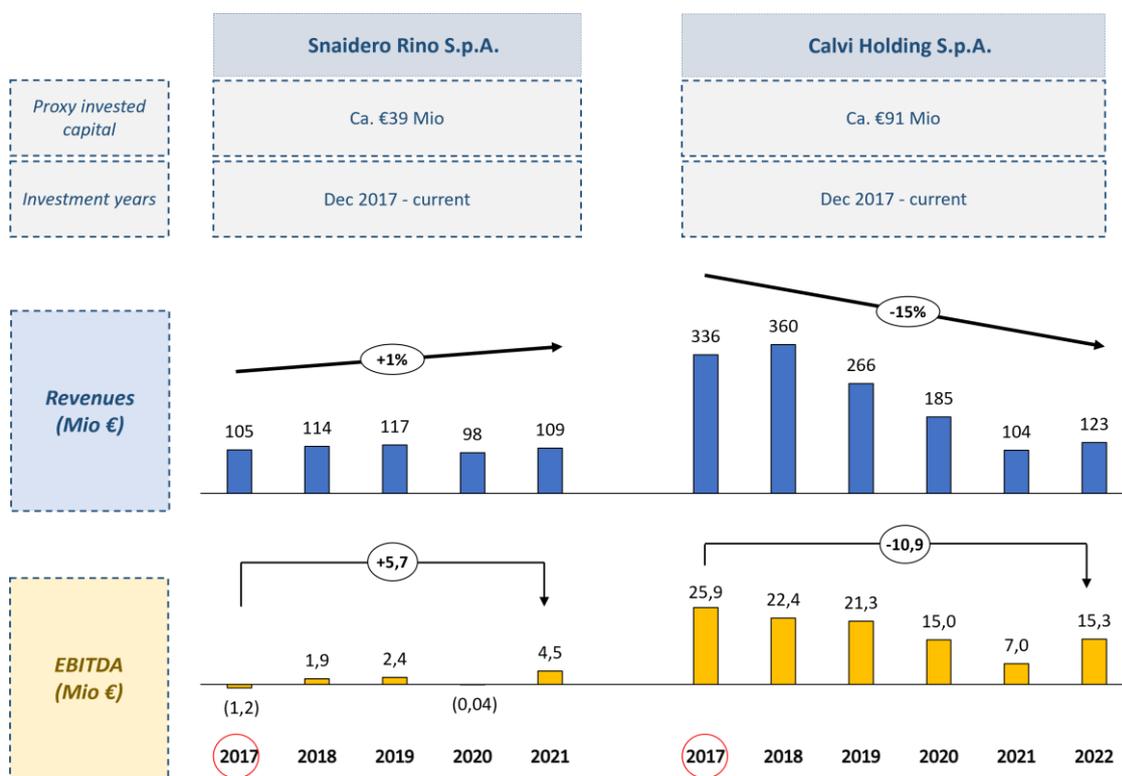
6.2.2. Fondo Idea Corporate Credit Recovery II

IDeA CCR II è il secondo fondo multi-comparto di DIP Financing italiano in continuità con CCR I che ha iniziato la propria attività a partire dal 28 dicembre 2017 con l'obiettivo di contribuire al rilancio di imprese italiane di medie dimensioni, in tensione finanziaria, ma con fondamentali industriali solidi. Le aziende che sono state o sono tuttora in

portafoglio al suddetto fondo sono *Snaidero Rino S.p.A.*, *Calvi Holding S.p.A.*, *Pieralisi Maip S.p.A.* e *Costa Edutainment S.p.A.*, rispettivamente nel settore della produzione di cucine componibili, metallurgico e meccanico, della produzione di macchine per l'agricoltura e della gestione di strutture pubbliche e private destinate ad attività di intrattenimento educativo. Per le prime tre aziende il processo d'investimento è iniziato nel dicembre del 2017 in seguito all'acquisizione, attraverso il comparto *Crediti* del fondo, di una parte dei crediti deteriorati da alcune banche. Nel corso dell'investimento il fondo è poi entrato nelle rispettive compagini sociali attraverso l'acquisto delle quote azionarie delle società. Invece, l'ultima azienda del portafoglio è stata oggetto d'investimento del comparto *Nuova Finanza* del fondo. Costa Edutainment a luglio 2022 ha ricevuto un aumento di capitale da DeA per l'acquisto del 10% delle quote azionarie e un bond convertibile di 35 milioni da un pool di investitori composti da Illimity Bank, Azimut Capital Management e DeA Capital. Tutte e 4 le società risultano attualmente in portafoglio in quanto non è stato ancora definito alcun exit da parte della società di private equity.

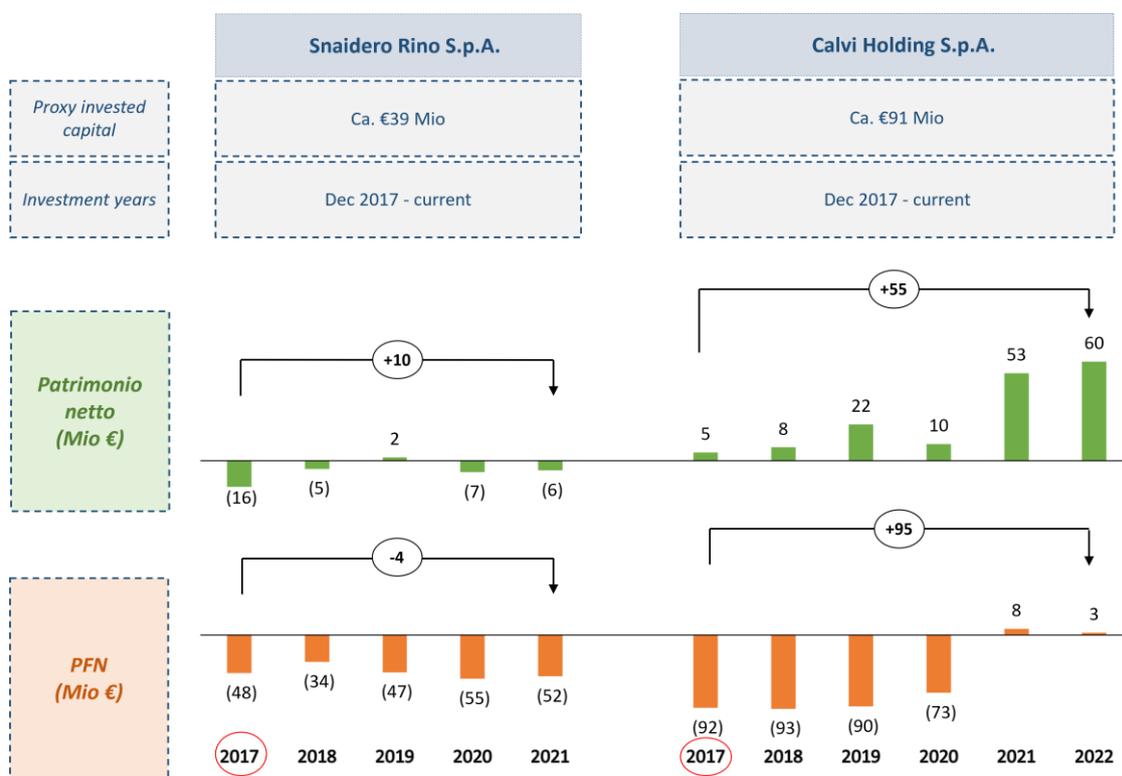
Di seguito vengono riportati i grafici rappresentanti l'andamento economico-finanziario pre-e post ristrutturazione delle aziende oggetto di investimento del fondo IDeA CCR II.

Figura 29 - Andamento economico delle aziende del fondo IDeA CCR II pre-e post ristrutturazione



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Figura 30 - Andamento finanziario delle aziende del fondo IDeA CCR II pre-e post ristrutturazione

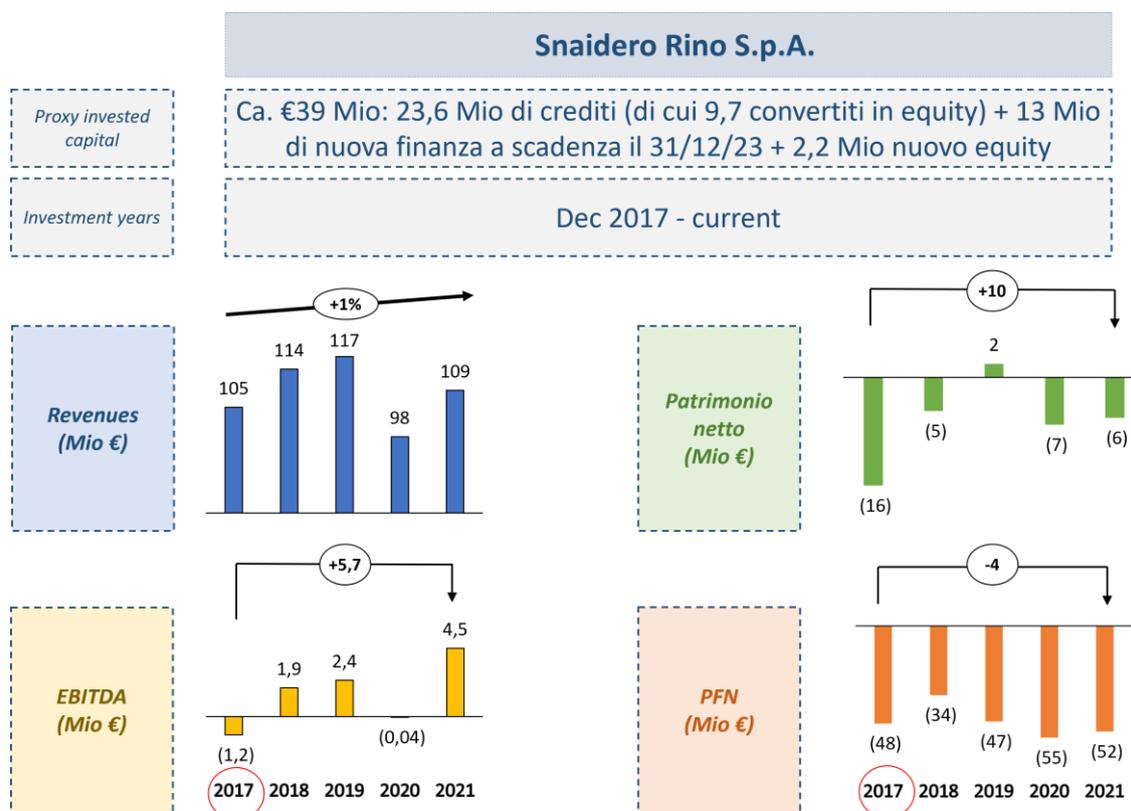


Fonte: Elaborazione personale dell'autore

- **Snaidero Rino S.p.A.**

Il *Gruppo Snaidero* produce e commercializza cucine di design di fascia medio-alta e distribuisce i propri prodotti attraverso un network di oltre 800 negozi (mono e multimarca) in 69 Paesi e, mediante il segmento *contract*, partecipando ad importanti progetti residenziali principalmente nel settore del lusso di alta gamma. Nel 2014, nonostante fosse la società italiana leader in Europa nella produzione e distribuzione di cucine componibili con un fatturato di 168 milioni, presentava un forte squilibrio finanziario in seguito a un livello di indebitamento eccessivo se confrontato alla marginalità che l'impresa riusciva a realizzare dalle sue vendite. In particolare, in quell'anno Snaidero era riuscita a chiudere l'esercizio con un EBITDA di 8 milioni ma una PFN di -110 milioni e un patrimonio netto di -40 milioni rendevano il Gruppo altamente rischioso. Questi livelli di performance hanno costretto la società a realizzare l'anno seguente un importante intervento di riduzione e riscadenziamento del debito che ha portato al rimborso di metà esposizione grazie alla cessione dell'intera partecipazione del 70% di Fdb, una divisione di distribuzione di cucine in franchising cui facevano parte una serie di marchi. Tuttavia, l'operazione non si rivelerà risolutiva dei problemi cui la società doveva far fronte in quanto la vendita della divisione ha portato a un peggioramento della performance operativa e nel 2017 il livello del debito era ancora troppo elevato e presentava un margine operativo e un patrimonio netto entrambi negativi. In quell'anno, DeA Capital decide di intervenire nel rilancio dell'azienda siglando con le banche creditrici di Snaidero (tra cui UniCredit, Mediocredito, Mps, Banco Bpm e Bnl BnpParibas) un accordo per acquisirne il debito per circa 23,6 Mio EUR. L'investimento è finalizzato al consolidamento del mercato italiano e al rafforzamento sui mercati esteri ma in particolar modo alla realizzazione di un turnaround in grado di restituire un'azienda con una struttura finanziaria più snella e patrimonialmente più solida. A luglio del 2018 il fondo è entrato nel Gruppo in seguito all'acquisto del 73% delle quote azionarie, tuttora in portafoglio in quanto DeA non ha ancora realizzato un exit. Di seguito la ristrutturazione operativa e finanziaria che è stata realizzata dall'anno pre-investimento sino al 2021, l'ultimo anno di disponibilità dei dati economici-finanziari dell'azienda.

Figura 31 - Andamento economico-finanziario di Snaidero Rino pre-e post ristrutturazione



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Dopo l'acquisizione dei crediti nel dicembre 2017 da parte del fondo, nel febbraio 2018 è stato approvato il nuovo piano industriale 2018-2022, elaborato dal management della Capogruppo nell'ambito dell'intervento previsto dal fondo italiano. Questo piano ha delineato le seguenti iniziative:

- La prosecuzione degli interventi di efficientamento produttivo avviati nel 2016, mediante investimenti per l'adeguamento di macchinari esistenti nella fabbrica e per l'implementazione di nuovi impianti produttivi;
- Il riposizionamento e la distintività del brand attraverso l'apertura di nuovi punti vendita per stimolare la crescita del fatturato, grazie al contributo della società di private equity, non solo in termini di ristrutturazione del debito, ma anche attraverso l'iniezione di nuova finanza fino a un massimo di 13 milioni, destinati

a nuovi investimenti volti all'ammodernamento degli stabilimenti produttivi in Italia e in Francia.

Oltre alla formulazione del piano industriale, l'anno 2018 è stato caratterizzato dalla conclusione positiva dell'operazione di ristrutturazione societaria, che includeva la sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione dei debiti con le banche pari a 49 milioni e l'accordo di investimento stipulato con Dea Capital. Gli accordi di ristrutturazione dei debiti e di investimento hanno comportato:

- La conversione in equity di parte del debito acquisito da DeA Capital, per un importo di 9,7 milioni di EUR;
- La remissione da parte delle banche finanziatrici di una parte del debito per un totale di 3,1 milioni di EUR;
- La remissione, da parte della parte correlata, del prestito obbligazionario per 700 mila EUR;
- L'erogazione di nuova finanza fino a un massimo di 13 milioni di EUR con rimborso entro il 31 dicembre 2023;
- Il riscadenziamento di una parte del debito residuo con scadenza entro il 31 dicembre 2023.

Nel mese di aprile 2018, sono stati impiegati 6,5 milioni dei 13 milioni di nuova finanza promessa dal fondo per progetti legati a importanti investimenti di fabbrica iniziati nel 2016 e comprendenti l'adeguamento di macchinari esistenti e l'implementazione di nuovi impianti produttivi per migliorare l'efficienza e ridurre i costi di trasformazione. Tali investimenti, in linea con il piano industriale, continueranno fino al 2021 sia per la Capogruppo che per la controllata francese, consentendo un completo rinnovamento delle principali linee produttive per ottenere maggiore flessibilità e una più ampia gamma di prodotti.

Parallelamente agli sforzi di sviluppo del prodotto, la Capogruppo e la controllata francese hanno continuato ad essere attive nella ricerca mirata allo sviluppo di componenti ed accessori trasversali alle varie gamme di prodotti, alla valutazione di

materiali alternativi per i processi produttivi e nell'individuazione di tecnologie di produzione per accrescere l'efficienza degli impianti. L'obiettivo di queste attività è stato valorizzare e differenziare l'offerta prodotto rispetto alla concorrenza.

Già nel 2018 gli interventi attuati hanno mostrato immediata efficacia dal punto di vista della redditività, registrando un notevole miglioramento rispetto all'anno precedente. Questo successo è principalmente attribuibile a un aumento del +9% del fatturato, che ha contribuito a far recuperare al margine operativo lordo un valore positivo di circa +2 milioni (con un incremento di +3 milioni rispetto al 2017). È importante sottolineare che questo miglioramento della redditività non è il risultato di un'ottimizzazione dei processi produttivi, poiché l'incidenza dei costi per le materie prime è rimasta costante al 66%. Piuttosto, è da attribuire all'aumento dei ricavi, che ha determinato un migliore assorbimento dei costi del lavoro (ridotti al 29%, rispetto al 31% dell'anno precedente).

Nonostante i positivi risultati in termini di EBITDA, va notato che Snaidero ha chiuso l'esercizio 2018 con un EBIT negativo di 2 milioni, seppure in netto miglioramento rispetto all'anno precedente (+4 milioni). L'utile registrato di circa 1 milione è attribuibile principalmente a un considerevole aumento dei proventi finanziari, influenzati in modo significativo dalla registrazione a conto economico della somma rimessa pari a 3,8 milioni.

A seguito dell'attuazione delle misure previste dall'accordo di ristrutturazione, si è verificata complessivamente una riduzione dell'indebitamento per stralcio e conversione pari a 13,5 milioni di EUR. Questa operazione ha comportato notevoli vantaggi per la PFN, che si è incrementata di circa +14 milioni, e per il valore complessivo del patrimonio netto, che è aumentato di +11 milioni in seguito:

- All'operazione di *debt-for-equity swap* realizzata dal fondo per un ammontare di 9,7 milioni;
- All'utile d'esercizio di 1,5 milioni realizzato;
- Alla riduzione del capitale sociale di 12,4 milioni e di una riserva straordinaria di 14 milioni della Capogruppo, entrambe utilizzate per ripianare le pesanti perdite accumulate gli esercizi precedenti (pari a -44 milioni).

Il gruppo ha proseguito nel 2019 con le stesse iniziative di ottimizzazione avviate l'anno precedente, focalizzandosi su nuovi investimenti e attività di ricerca e sviluppo. Tuttavia, nel corso dell'anno, sono emersi due eventi di rilievo:

- La formazione di una Joint Venture in Cina con un partner locale per la distribuzione dei prodotti a marchio Snaidero e un'altra Joint Venture per la distribuzione dello stesso prodotto sul mercato australiano. Nonostante la presenza consolidata in entrambi i mercati, la decisione di avviare tali Joint Venture è stata presa al fine di stabilizzare la presenza aziendale e promuovere uno sviluppo strutturale;
- La quasi completa realizzazione dell'investimento per l'acquisto di una nuova linea di nesting destinata alla controllata francese. Tale iniziativa mirava a modernizzare la struttura produttiva della stessa e al contempo permetterle di ampliare la gamma prodotti oggi limitata dalla scarsa funzionalità/flessibilità di alcuni impianti.

Queste azioni sono coerenti con la strategia di turnaround operativo promossa da Snaidero, volta a migliorare la redditività e ad acquisire quote di mercato sia in Italia che nel resto del mondo in modo da raggiungere adeguati volumi di produzione che possano permettere un ritorno della redditività in linea con la media del settore.

A livello operativo, sebbene gli sforzi per conquistare una maggiore quota di mercato in Italia e nel resto del mondo abbiano portato a un lieve incremento del fatturato del 2%, grazie a una performance positiva sia nel mercato estero che in quello nazionale, va sottolineato che tale aumento dei ricavi non si è riflesso in un miglioramento dell'efficienza operativa. Il margine operativo lordo è rimasto praticamente invariato, ma il risultato operativo è peggiorato di 2 milioni, raggiungendo circa -4 milioni a causa dell'aumento dei costi legati agli ammortamenti (+3 milioni), dovuto all'inclusione nell'attivo immobilizzato dei beni ottenuti tramite contratti di noleggio operativo.

Nonostante la società abbia chiuso l'anno con una perdita d'esercizio di -8 milioni, principalmente a causa del deterioramento dell'EBIT, il patrimonio netto è cresciuto di 7 milioni grazie all'aumento delle immobilizzazioni materiali, derivante dalla rivalutazione

degli assets a *fair value*. Questa operazione ha infatti portato all'incremento della riserva di rivalutazione di 14 milioni.

La variazione della PFN è, invece, attribuibile all'aumento dell'indebitamento finanziario, causato dall'erogazione di un'ulteriore quota di finanziamento di 5,5 milioni da parte di DeA, al maggior utilizzo delle linee autoliquidanti per 2 milioni e all'iscrizione di debiti finanziari per 6,6 milioni, derivanti dall'inclusione tra le immobilizzazioni materiali di beni ottenuti mediante contratti di noleggio operativo.

Le risorse finanziarie aggiuntive fornite da DeA Capital sono state impiegate nel corso del 2020 per proseguire nella strategia di turnaround operativo promossa da Snaidero. Questa strategia era stata già avviata negli esercizi precedenti attraverso attività di ricerca e sviluppo e nuovi investimenti mirati al completo rinnovamento delle principali linee produttive. L'obiettivo primario era ottenere maggiore flessibilità e ampliare la gamma di prodotti offerti e proprio in virtù di questa finalità nel corso dell'esercizio è stato completato l'investimento per l'acquisto della nuova linea di nesting per la controllata francese.

Nonostante gli sforzi, il 2020 è stato un anno critico per il Gruppo, con una contrazione del 16% nei ricavi totali, principalmente a causa dell'impatto della pandemia di Covid. Quest'ultima ha causato una significativa diminuzione dei fatturati coinvolgendo tutte le società del Gruppo. Tuttavia, le misure di contenimento dei costi adottate, tra cui azioni di risparmio a livello di costi di trasformazione, costi generali e amministrativi, e la riduzione del costo del personale tramite l'utilizzo di ammortizzatori sociali, hanno contribuito a mitigare gli impatti, portando il margine operativo lordo a un valore appena negativo.

La riduzione del patrimonio di 9 milioni è attribuibile interamente alla sostanziale perdita di esercizio di 8 milioni registrata dalla Capogruppo, mentre la PFN si è ridotta di 8 milioni principalmente a causa dell'aumento dell'indebitamento finanziario, che è stato influenzato da diversi fattori, tra cui: l'erogazione di un ulteriore finanziamento di 1 milione da parte di DeA, il maggior utilizzo di linee autoliquidanti per 2 milioni e l'ottenimento di un finanziamento da parte di una controllata per un importo pari a 5 milioni.

Nel corso del 2021, a seguito della progressiva attenuazione delle restrizioni legate alla pandemia, il Gruppo ha sperimentato un incremento del fatturato del 12%, seppur ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici. Nonostante ciò, nel corso dell'esercizio, Snaidero ha continuato a beneficiare dell'utilizzo di ammortizzatori sociali, mantenendo così invariati i costi del personale rispetto al 2020. Questo risparmio, combinato con l'aumento del fatturato, ha contribuito a migliorare la redditività del Gruppo, consentendo un più efficace assorbimento dei costi del lavoro (pari al 28%, rispetto al 31% dell'esercizio precedente) e riportando l'EBITDA a un valore positivo di circa 4 milioni, superando i livelli pre-pandemici e dell'anno pre-investimento.

Va evidenziato, tuttavia, che tale miglioramento della marginalità è principalmente attribuibile al significativo risparmio sui costi del personale derivante dall'utilizzo degli ammortizzatori sociali implementati in risposta all'emergenza da Covid. Pertanto, sarebbe inesatto confrontare direttamente la redditività del 2021 con quella pre-pandemica. Ciononostante, è importante sottolineare che gli investimenti effettuati per acquisire quote di mercato sia in Italia che all'estero, oltre che per ampliare la gamma di prodotti, avevano già prodotto risultati soddisfacenti nel 2018 e nel 2019 in termini di ricavi. Di conseguenza, è plausibile prevedere che al termine della pandemia, il Gruppo possa recuperare un livello di fatturato in grado di favorire ulteriori miglioramenti nella sua redditività.

In aggiunta, lo scenario inedito e imprevedibile che ha generato la pandemia ha reso necessario una modifica dell'Accordo di Ristrutturazione per far fronte alla crisi economica-finanziaria che era in atto in quel periodo. Le modifiche, siglate a marzo 2021, hanno previsto:

- L'apporto di nuove risorse finanziarie destinate al supporto del piano industriale, sotto forma di aumento del capitale sociale per un importo di 2,2 milioni di euro da parte di DeA Capital;
- Il riscadenziamento con scadenza al 2025 del finanziamento di 13 milioni erogato dal fondo;
- Il consolidamento dell'esposizione debitoria complessiva a medio lungo termine e il successivo riscadenziamento.

La lieve variazione del patrimonio netto, nonostante la perdita di esercizio di 2 milioni registrata, è da ascrivere al contributo delle risorse finanziarie di DeA. Analogamente, il leggero aumento della PFN è dovuto a una riduzione del livello del debito, in seguito all'allungamento della scadenza del rimborso dei finanziamenti a medio-lungo termine che ha generato una differenza positiva contabilizzata tra i proventi di natura finanziaria.

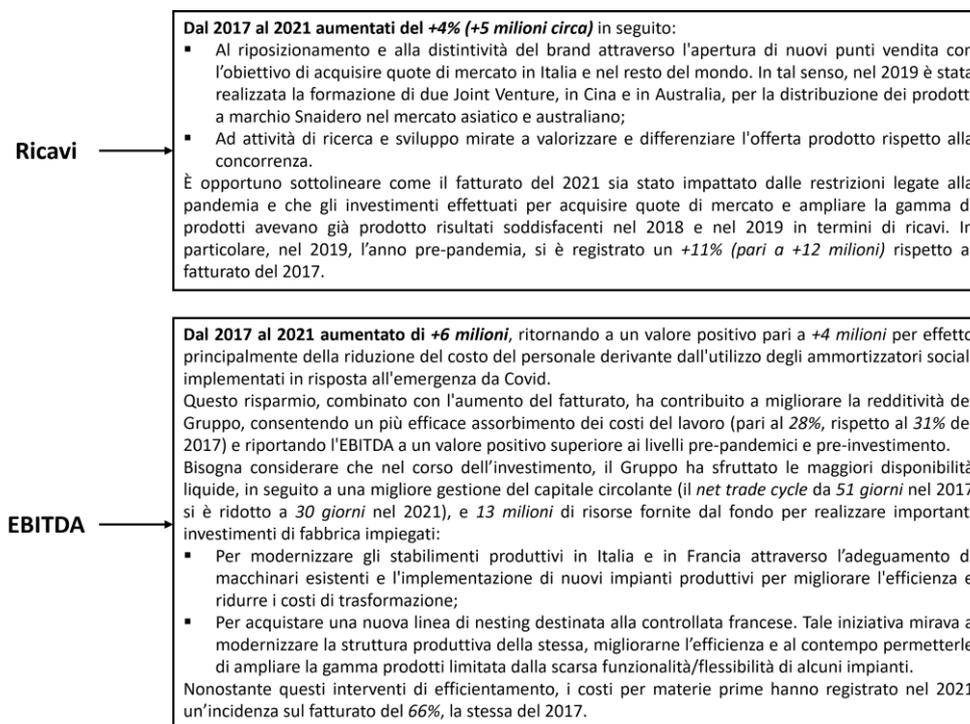
Infine, è importante evidenziare che durante l'intero periodo di investimento, il fondo ha dedicato particolare attenzione al potenziamento della gestione del capitale circolante. Questo aspetto ha rivestito un ruolo fondamentale nel garantire al Gruppo la necessaria liquidità per affrontare le spese operative, nonché per sostenere gli investimenti e le attività di ricerca e sviluppo pianificate nel contesto del piano industriale attuato. Si sottolinea, infatti, che il *net trade cycle* è complessivamente diminuito di 21 giorni, passando da 51 giorni nel 2017 a 30 giorni nel 2021.

Nel corso del 2021, si è registrato un miglioramento complessivo della redditività aziendale, con un incremento dell'EBITDA di circa 6 milioni di EUR. Tuttavia, persiste ancora un elevato rischio di insolvenza. Nonostante siano stati apportati miglioramenti operativi, l'azienda presenta un patrimonio netto negativo e un livello di indebitamento eccessivo, come indicato dal rapporto Net debt/EBITDA che si attesta a circa 12. Questo indica chiaramente uno squilibrio patrimoniale e una significativa fragilità finanziaria nell'azienda.

Nonostante ciò, è fondamentale sottolineare che l'analisi appena esposta si è fermata al bilancio del 2021, poiché questo è l'ultimo disponibile all'interno del database AIDA. Pertanto, è fondamentale considerare che le conclusioni raggiunte potrebbero non rappresentare appieno la situazione attuale, specialmente alla luce del fatto che il 2021 ha rappresentato un anno di ripresa dopo le restrizioni imposte a causa della pandemia da Covid-19. Di conseguenza, sarebbe altamente raccomandabile ottenere i bilanci relativi al 2022 e integrarli nell'analisi, al fine di comprendere meglio se e in che modo l'andamento economico e finanziario si è ripreso dopo gli impatti della pandemia.

In breve, l'operazione di ristrutturazione operativa può essere così sintetizzata:

Figura 32 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Mentre, gli interventi lato finanziario e patrimoniale sono riassunti di seguito:

Figura 33 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Se considerassimo un multiplo di mercato pari a 10 nel 2021, l'Enterprise Value della società avrebbe raggiunto approssimativamente i 45 milioni di EUR. Tuttavia, sarebbe emerso un problema significativo: la PFN di Snaidero avrebbe continuato a superare costantemente il valore degli assets del Gruppo, una situazione che si verificava già prima dell'investimento del fondo. Ciò implica che nel caso in cui DeA avesse deciso di disinvestire nel 2021, avrebbe dovuto prima trovare un investitore disposto a rimborsare il finanziamento di 13 milioni erogato, il che non sarebbe stato affatto semplice considerando la significativa fragilità finanziaria della società in quell'anno e lo squilibrio patrimoniale derivante dall'eccessivo indebitamento rispetto al basso livello di marginalità generato. Inoltre, se mai fosse riuscita a trovare un possibile investitore, avrebbe dovuto tener presente che dalla vendita del 73% delle quote azionarie non avrebbe ottenuto alcun guadagno, o al massimo un valore simbolico, poiché nel 2021 queste presentavano un valore di mercato negativo. Di conseguenza, l'unico provento che il fondo avrebbe potuto ottenere sarebbe derivato dagli interessi finanziari corrisposti dal Gruppo al fondo in virtù del finanziamento di 13 milioni di EUR erogato a tranche durante l'arco dell'investimento di DeA.

Assumendo un tasso di interesse del 10%, ciò implica che DeA fino al 2021 ha percepito circa 3 milioni di EUR in oneri finanziari e considerando che lo stesso anno il fondo ha fornito ulteriori 2,2 milioni sotto forma di aumento del capitale sociale, è possibile calcolare quale sarebbe stato il rendimento dell'investimento. Questo calcolo richiama quanto discusso nella prima parte della tesi, in particolare nel capitolo dedicato al *distress investing*. Nel paragrafo relativo al “processo di ristrutturazione”, si evidenzia che esistono due approcci comuni ai fondi di private equity per valutare la convenienza di un investimento. Uno di questi è il calcolo del MoM, che può essere determinato nel modo seguente:

$$MoM = \frac{3}{2,2} = 1,4$$

Tale risultato evidenzia che un'eventuale uscita nel 2021 avrebbe portato a un rendimento al di sotto della media del settore, e questa potrebbe essere la ragione per cui il Gruppo risulta ancora in portafoglio al fondo nel 2023.

- **Calvi Holding**

Nella sua veste di Capogruppo, *Calvi Holding S.p.A.* esercita la funzione di indirizzo e coordinamento nei confronti delle sue controllate, cinque aziende del comparto industriale, con sedi in Italia e nel mondo, attive nel settore della lavorazione per processo dei matelli.

Nello specifico, l'attività di deformazione del metallo (acciaio, leghe, titanio) costituisce "il core business" storico del Gruppo che nel corso degli anni ha conquistato un'indiscussa leadership tecnologica e di mercato nella progettazione e produzione di profili speciali in acciaio su disegno del cliente, utilizzando in modo innovativo ed efficiente differenti tecnologie di deformazione a caldo e a freddo. Il servizio di deformazione offerto dalle aziende del Gruppo trova applicazione in svariati settori quali: movimentazione dei materiali, automazione e meccanica generale, auto e moto, armi sportive, leggere e difesa, energia e ambiente, costruzioni e infrastrutture e aerospaziale. Fino a metà 2021, nel perimetro di consolidamento del Gruppo facevano parte anche le aziende della divisione meccanica "Lift Tek Elecar SpA" e "Lift Technologies", le quali operavano nella progettazione, ingegnerizzazione e costruzione di gruppi di sollevamento per soluzioni speciali nel settore della Movimentazione dei materiali.

La rapida e significativa perdita di fatturato del Gruppo, comportata dalla crisi economica innescata dalla vicenda dei mutui subprime, che ha improvvisamente investito l'economia mondiale a partire dalla fine del 2008, unitamente agli importanti investimenti ed acquisizioni che erano stati effettuati nel biennio 2007-2008, hanno inciso pesantemente sulla capacità del Gruppo di generare reddito e di sostenere il regolare assolvimento delle proprie obbligazioni.

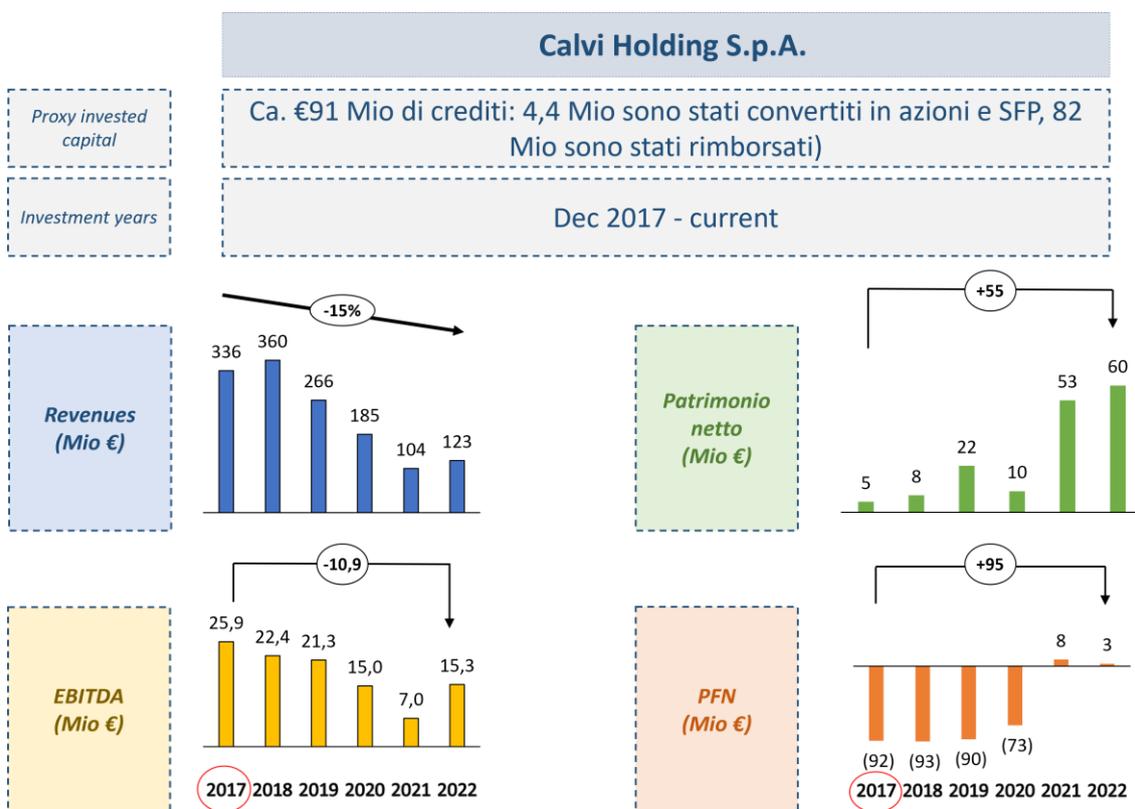
Tra gli investimenti più importanti realizzati, nel 2008 sono state acquisite importanti realtà, il cui inserimento nel perimetro del Gruppo ha segnato un ulteriore e significativo traguardo nel consolidamento della leadership di Calvi nel mondo. In particolare, l'acquisizione del gruppo Lift-Tek ha segnato l'ingresso di Calvi Holding nel settore della meccanica, con un'attività rivolta alla progettazione, ingegnerizzazione e costruzione di gruppi di sollevamento per soluzioni speciali nel settore dei carrelli elevatori, oltre

all'acquisizione di commesse in *outsourcing* da parte dei principali produttori di applicazioni varie per la logistica e la movimentazione dei carichi.

Per conseguire il riequilibrio patrimoniale, economico e finanziario, dalla fine del 2009 la Capogruppo aveva avviato la predisposizione di un nuovo piano industriale, idoneo a supportare una procedura di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario complessivo del Gruppo, adeguata a garantire la prosecuzione delle attività dello stesso. Tuttavia, nonostante i vari tentavi di risanamento, la crisi che ha colpito Calvi Holding non è mai rientrata e si è protratta sino al 2017, l'anno di ingresso del fondo gestito da DeA Capital. In particolare, in quell'anno la società presentava un buon livello di fatturato ma una bassa incidenza della marginalità pari al 7% e uno squilibrio finanziario e patrimoniale, come evidenziato dai rapporti Net debt/EBITDA e Net debt/Equity pari rispettivamente a 3,5 e 18. In particolare, in quell'anno il valore del patrimonio netto ammontava a 5 milioni solo grazie a un importante intervento di ricapitalizzazione da parte dei soci avvenuto nel 2015 che è servito a riportare il patrimonio netto a un valore positivo.

L'intervento di DeA è avvenuto a dicembre 2017 tramite l'acquisto di 56 milioni di EUR di crediti deteriorati verso la holding (pari al 72% dell'esposizione totale), poi convertiti in parte in equity a marzo 2019 all'interno di un'operazione che ha portato il fondo all'acquisto, tuttora in portafoglio, del 26% delle quote azionarie. Di seguito la ristrutturazione operativa e finanziaria che è stata realizzata dall'anno pre-investimento sino al 2022, l'ultimo anno di disponibilità dei dati economici-finanziari del Gruppo.

Figura 34 - Andamento economico-finanziario di Calvi Holding pre-e post ristrutturazione



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Nel 2017 le società che appartenevano al Gruppo operavano nei settori della deformazione dei metalli e della movimentazione dei materiali, con un network di imprese costituito da dodici realtà situate in Italia, Francia, Germania, Stati Uniti e Brasile (*Calvi S.p.A., Sipa S.p.A., Fiav L. Mazzacchera S.p.A., Hoesch Schwerter Profile GmbH, Hoesch Schwerter Extruded Profile GmbH, Siderval S.p.A., Cefival SA, Rathbone Precision Metals, Inc., Lift-Tek Elecar S.p.A., Lift Technologies, Inc., Lift Technologies Brasil Ltda, Falci S.r.l.*).

In seguito all'acquisto da parte del fondo dei crediti deteriorati, esattamente un anno dopo, in particolare a dicembre 2018, il Gruppo, insieme a DeA Capital e alle banche finanziatrici, ha sottoscritto un Piano industriale e finanziario mirato a coprire il periodo fino al 31 dicembre 2023. L'esecuzione di tale Accordo è avvenuta nel mese di febbraio 2019 e ha previsto i seguenti punti principali:

- Ingresso di DeA Capital nella compagine sociale del Gruppo Calvi mediante un'operazione di acquisto dei crediti vantati da parte del ceto bancario verso la società, crediti che sono stati poi in parte utilizzati per realizzare un aumento di capitale;
- Erogazione da parte di DeA Capital e di Illimity Bank di un nuovo finanziamento a medio/lungo termine fino all'ammontare di 13,5 milioni di EUR, finalizzati a sostenere le esigenze di cassa nell'arco del piano e a sostenere eventuali opportunità di sviluppo;
- Riscadenziamento delle posizioni a medio/lungo termine detenute dal fondo. In particolare, è stato previsto il rimborso in un'unica soluzione a dicembre 2023.

Per quanto riguarda il supporto delle banche finanziatrici, l'accordo ha previsto la conferma degli affidamenti delle linee a breve in essere lungo l'arco del piano, attraverso un meccanismo di rinnovo annuale automatico al rispetto di determinati parametri economici-patrimoniali.

Nel biennio 2018-2019, il Gruppo ha concentrato i propri sforzi sulla diversificazione delle attività commerciali, ponendo particolare enfasi sulla consolidazione della sua posizione di leadership tecnologica nei mercati chiave della deformazione del metallo e della movimentazione dei materiali. In coerenza con le direttive strategiche adottate negli esercizi precedenti, sono stati effettuati significativi investimenti nello sviluppo di impianti, macchinari ed attrezzature, finalizzati ad accrescere l'automazione del processo produttivo, la capacità di produzione e a mantenere strutture impiantistiche competitive e all'avanguardia.

La decisione di investire in tutte le società appartenenti al Gruppo è stata motivata dalla marcata propensione alla internazionalizzazione che ha da sempre contraddistinto l'azienda, esponendola a una serie di rischi legati alle condizioni economiche e politiche locali nei singoli Paesi in cui opera. Date le difficoltà nel prevenire cicli economici, variazioni nei prezzi delle materie prime, fluttuazioni nei consumi e l'insorgere di crisi politiche ed economiche, la strategia adottata dalla Capogruppo per mitigare tali rischi è stata incentrata sulla diversificazione del business sia dal punto di vista del prodotto che dell'area geografica.

I finanziamenti per le iniziative di investimento sono stati generati attraverso le performance operative del Gruppo e mediante un finanziamento di 7 milioni di EUR fornito da DeA e Illimity Bank nel 2019. Inoltre, nel 2018, il fondo ha acquisito la maggior parte delle esposizioni del Gruppo per un importo di 56 milioni di euro, salito successivamente a 63 milioni nel 2019. Questa operazione ha consentito a Calvi Holding di alleviare la pressione dei creditori, consentendo al Gruppo di focalizzarsi sugli interventi necessari per il miglioramento della performance operativa.

Gli investimenti complessivi realizzati nel biennio, pari a circa 19 milioni di EUR in immobilizzazioni materiali, sono stati distribuiti tra tutte le società del Gruppo, sia nel settore della deformazione dei metalli che in quello della movimentazione dei materiali. Le principali iniziative hanno riguardato:

- Calvi: nuovo impianto di raddrizzatura automatica delle barre e interventi di manutenzione straordinaria su impianti con lo scopo di migliorare i processi produttivi;
- Sipa: interventi sui macchinari automatici segatrice e raddrizzatrice volti a migliorare la dotazione impiantistica;
- Fiav L.: potenziamento della dotazione impiantistica al fine di ottenere una maggiore efficienza produttiva, sia attraverso l'acquisto di nuovi macchinari sia mediante la reingegnerizzazione di macchinari già esistenti;
- Hoesch Profile GmbH: ammodernamento dell'impianto di laminazione per la realizzazione di nuovi profili;
- Siderval: installazione nel reparto lavorazioni meccaniche di un nuovo impianto di taglio che ha reso autonomo, per questa lavorazione, il reparto stesso;
- Cefival: acquisto di una nuova macchina di granigliatura;
- Rathbone Precision Metals: interventi di potenziamento della dotazione impiantistica per il miglioramento della sua capacità produttiva;
- Lift-Tek Elecar: acquisto di un tornio e proseguimento attività di ripristino di beni strumentali esistenti per migliorarne produttività e durata;

- Lift Technologies: aumento della capacità produttiva e miglioramento fasi di collaudo;
- Lift Technologies Brasil: aumento capacità produttiva grazie all'acquisto di attrezzature per il reparto saldatura e interventi sul sistema di verniciatura;
- Falci: proseguimento dell'investimento relativo alla nuova gabbia di laminazione che permetterà, in contemporanea ad altri interventi di adeguamento dell'impianto, l'ampliamento della gamma produttiva della Divisione Laminatoio, con la possibilità di realizzazione di profili di dimensioni più importanti e di forma più complessa.

Oltre agli investimenti, il Gruppo ha proseguito con le attività di ricerca e sviluppo avviate negli esercizi precedenti. Nelle società della divisione metallurgica, l'attenzione è stata focalizzata sulla definizione e sperimentazione di nuove soluzioni tecniche e tecnologiche per migliorare la funzionalità ed efficienza dei processi produttivi. Inoltre, sono proseguite anche le attività di ricerca e sviluppo di nuove soluzioni di prodotto destinate ad un ampliamento dell'offerta tecnica specialistica al mercato. Invece, nelle società della divisione meccanica, l'innovazione delle tecniche operative di progettazione e costruzione di nuove tipologie di montanti è stata la principale area di ricerca.

A livello operativo, nel corso del 2019, il Gruppo ha registrato un decremento della sua redditività rispetto all'anno precedente all'investimento (2017). L'EBITDA, infatti, ha subito una contrazione del 18%, equivalente a circa -5 milioni. Tale risultato è stato principalmente causato da una significativa diminuzione del fatturato del -21% (-70 milioni), che ha portato a un peggior assorbimento dei costi fissi.

È importante sottolineare che la diminuzione dei ricavi non è imputabile a una gestione operativa inefficace, bensì alla riorganizzazione della struttura societaria del Gruppo nel corso del 2019. Tale riorganizzazione ha comportato il deconsolidamento della società Hoesch Schwerter Profile GmbH, ammessa alla procedura di insolvenza preliminare a dicembre 2019. Tuttavia, considerando lo stesso perimetro di consolidamento, si è registrato un incremento del fatturato del +4%, grazie alle prestazioni superiori delle società attive nei due mercati di operatività del Gruppo.

Inoltre, a conferma dell'efficacia degli investimenti mirati all'efficientamento produttivo, l'incidenza dei costi per materie prime è scesa al 59%, rispetto al 63% del 2017.

Al termine dei primi due anni di investimento, si è registrato un significativo aumento del patrimonio netto in seguito all'esecuzione dell'accordo stipulato nel dicembre 2018. L'accordo ha comportato le seguenti principali azioni:

- Aumento del capitale sociale mediante la conversione di 1 milione di crediti detenuti dal fondo in azioni. Questa operazione ha portato DeA Capital a diventare azionista con il 26% delle quote azionarie acquisite;
- Emissione di nuovi SFP per un totale di 3,4 milioni, derivanti dalla conversione di crediti detenuti dal fondo.

A seguito di tali sviluppi e della variazione del perimetro di consolidamento, che ha determinato una riduzione di 16 milioni delle perdite portate a nuovo, il patrimonio netto complessivo si è incrementato di 17 milioni.

Dal punto di vista della PFN, nel corso del biennio non si sono verificate variazioni sostanziali. Nonostante ci siano stati cambiamenti nel lato del debito, con una riduzione dei crediti del fondo a 43 milioni (di cui 4 milioni provenienti dal finanziamento erogato da DeA e il resto costituito dalle esposizioni cedute dagli istituti di credito in gestione), il debito complessivo del Gruppo è rimasto invariato.

Per quanto concerne l'anno 2020, sia la diminuzione della marginalità che la riduzione del patrimonio netto sono entrambe conseguenze dirette della pandemia. In particolare, l'EBITDA ha registrato una diminuzione di -6 milioni a causa delle restrizioni imposte dalla pandemia e dei cambiamenti nella struttura societaria del Gruppo. Questi ultimi sono stati provocati dal deconsolidamento di Hoesch Extruded Profile GmbH, ammessa alla procedura di insolvenza, e dalla cessione di Cefival SA a una terza società, in conseguenza delle forti tensioni finanziarie subite. Questi eventi hanno portato a una significativa contrazione dei ricavi del Gruppo, pari al -30%, con conseguente impatto negativo sull'assorbimento dei costi fissi che ha influenzato il margine operativo e ha determinato la registrazione di una perdita d'esercizio che ha inciso sul patrimonio netto.

D'altro canto, l'aumento della PFN è principalmente attribuibile all'aumento delle disponibilità liquide, passate da 18 a 33 milioni. Questo risultato è il frutto di un miglioramento nella gestione del capitale circolante netto, evidenziato dal calo del *net trade cycle* da 82 a 77 giorni nel 2020. Tale ottimizzazione è stata ottenuta attraverso interventi mirati da parte del Gruppo sulla gestione e rotazione del magazzino e sull'acquisto delle materie prime, finalizzati a garantire la gestione efficiente della liquidità in un contesto di difficoltà accentuate dalla pandemia. Inoltre, la riduzione degli investimenti effettuati nel corso dell'anno, a causa della situazione pandemica, ha contribuito all'incremento della cassa. Nel dettaglio, il Gruppo ha mantenuto le attività di ricerca e sviluppo già in corso, limitando gli investimenti materiali e destinando le risorse disponibili al mantenimento dell'efficienza degli impianti, macchinari e attrezzature, con un totale degli investimenti pari a circa 2 milioni di EUR.

Va notato che nel corso dell'anno il fondo ha aumentato le proprie esposizioni nei confronti del Gruppo, a seguito della cessione da parte di Banca Pop. Sondrio del debito per circa 10,7 milioni di EUR a DeA.

Il 2020 ha segnato un periodo di riflessione e significativi cambiamenti per Calvi. Nel corso dell'anno, il Consiglio di Amministrazione ha constatato la situazione di tensione finanziaria del Gruppo, la quale non solo non ha mostrato miglioramenti rispetto al 2017, ma si è addirittura aggravata a causa degli impatti della pandemia. Di fronte a questa realtà, e considerando anche il mancato rispetto dei covenant del piano strategico 2018-2023, il Consiglio si è attivato per formulare un nuovo piano industriale e finanziario per il periodo 2020-2023. Tale iniziativa ha coinvolto un processo negoziale con i creditori finanziari del Gruppo, mirato alla conclusione di un nuovo accordo di risanamento che è entrato in vigore nel novembre 2020.

Il nuovo piano industriale ha determinato notevoli cambiamenti nel corso del 2021. Infatti, durante l'esercizio, in seguito a operazioni di vendita a terzi, la struttura societaria del Gruppo ha subito le seguenti modifiche:

- La società Falci S.r.l. è stata deconsolidata a seguito della cessione del 100% della partecipazione;
- La società Fiav è stata deconsolidata a seguito della sua liquidazione volontaria;

- Sono state deconsolidate, a seguito della cessione avvenuta nell'ottobre 2021, tutte le società controllate appartenenti alla Divisione Meccanica nella produzione di montanti per carrelli elevatori: Lift-Tek Elecar, Lift Technologies, Lift Technologies Brasil.

La cessione della Divisione Meccanica ha avuto un impatto significativo sulla situazione finanziaria di Calvi. Nel 2021, il patrimonio netto è infatti aumentato di 44 milioni, poiché la cessione ha generato una plusvalenza complessiva di 57 milioni di EUR, contribuendo in modo sostanziale all'utile d'esercizio di 49 milioni e all'incremento complessivo del patrimonio.

In aggiunta, l'importo di circa 90 milioni generato dalla cessione della Divisione ha consentito al Gruppo di estinguere anticipatamente, di due anni rispetto alla data di scadenza finale di dicembre 2023 prevista nell'accordo di risanamento del debito sottoscritto a novembre 2020, la propria esposizione finanziaria a breve termine e una parte significativa dell'indebitamento finanziario di medio/lungo periodo, per un totale di circa 80 milioni di EUR. Questa sostanziale operazione di riduzione del debito ha contribuito all'incremento di 81 milioni nella PFN, che nel 2021 ha raggiunto un valore positivo di +8 milioni.

Dopo il rimborso del debito verso DeA e le banche, il debito residuo nei confronti del fondo si è ridotto a 7 milioni, poi diminuito a 5 milioni l'anno successivo in seguito al rimborso di ulteriori 2 milioni.

Grazie a questa operazione, il Gruppo ha sanato l'esposizione debitoria, ristabilendo l'equilibrio finanziario e uscendo dalla situazione di crisi che aveva portato alla redazione del piano e all'accordo di risanamento nel novembre 2020.

Oltre ai benefici finanziari, la cessione della Divisione Meccanica ha anche influenzato positivamente la performance operativa del Gruppo, evidente a partire dal 2022. Rispetto al 2019 (e non al 2020 in quanto l'esercizio è stato pesantemente influenzato dalla pandemia), il fatturato ha subito una riduzione del -54%, ma l'incidenza dei costi di produzione è diminuita del -7% (dal 99% al 92%), grazie a una riduzione più che proporzionale dell'incidenza dei costi relativi agli ammortamenti (dal 7% al 4%) e dei costi del personale (dal 27% al 25%).

I risultati operativi positivi, uniti a una notevole riduzione degli oneri finanziari (-7 milioni) grazie al rimborso di gran parte delle esposizioni, hanno permesso al Gruppo di registrare un utile d'esercizio di 7 milioni, contribuendo all'ulteriore aumento del patrimonio.

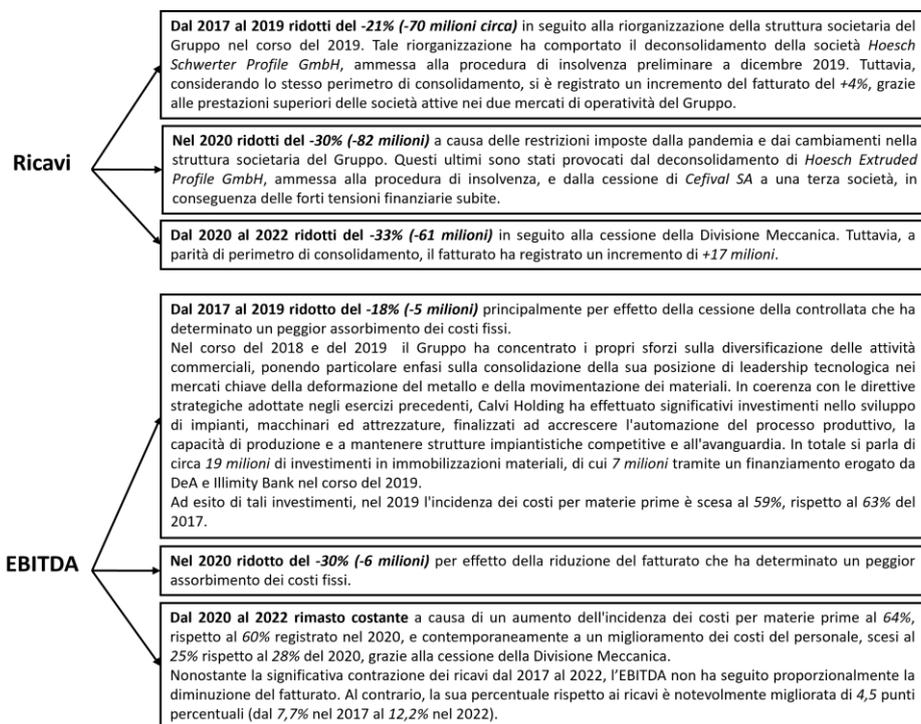
In conclusione, emerge chiaramente che nel corso dell'investimento il Gruppo ha registrato una costante diminuzione del fatturato, con una media annuale di riduzione del -15%. Questa contrazione ha portato a una perdita complessiva di 213 milioni di ricavi, prevalentemente attribuibile alle diverse operazioni di deconsolidamento che hanno caratterizzato l'intero investimento. All'ingresso del fondo, il Gruppo operava attraverso un network di 12 imprese attive nel settore della deformazione del metallo e della movimentazione di materiali in Italia, Francia, Germania, Stati Uniti e Brasile. Tuttavia, nel 2022, a seguito della cessione della Divisione Meccanica l'anno precedente, il numero delle controllate è sceso a 5 aziende, tutte impegnate esclusivamente nella lavorazione del metallo.

Nonostante la significativa contrazione dei ricavi, va notato che il margine operativo lordo non ha seguito proporzionalmente la diminuzione del fatturato. Al contrario, la sua percentuale rispetto ai ricavi è notevolmente migliorata di 4,5 punti percentuali rispetto all'anno dell'investimento (dal 7,7% nel 2017 al 12,2% nel 2022). Questo suggerisce che la cessione delle partecipazioni nelle società controllate ha avuto un impatto positivo sulla marginalità complessiva, consentendo al Gruppo di eliminare la parte di fatturato che contribuiva poco alla marginalità ma generava solo maggiori costi, come quelli del personale e degli ammortamenti.

Inoltre, il fatto che il Gruppo abbia conseguito nel 2022 una performance operativa nettamente superiore a quella del 2019, nonostante le sfide create dall'imprevedibile scenario pandemico del 2020, aggiunge ulteriore valore e suggerisce che il Gruppo potrebbe mantenere un percorso di crescita e di ottimizzazione operativa anche in futuro.

In breve, l'operazione di ristrutturazione operativa può essere così sintetizzata:

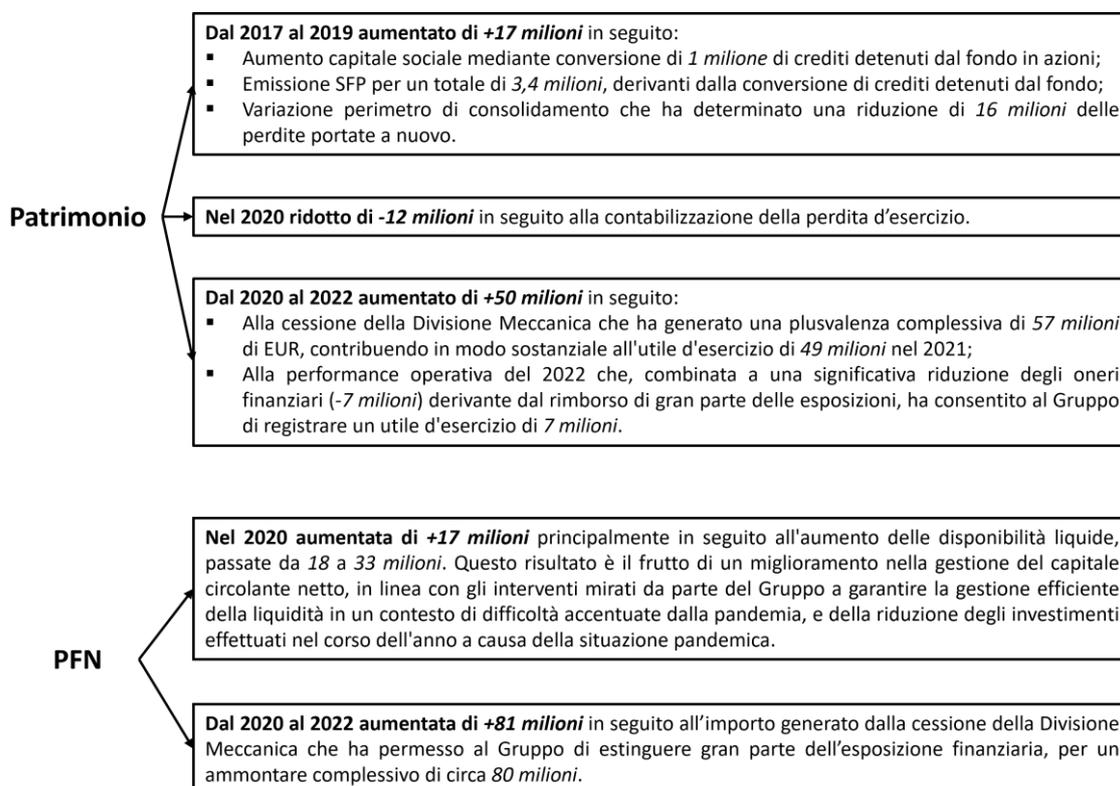
Figura 35 - Sintesi ristrutturazione operativa realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Mentre, gli interventi lato finanziario e patrimoniale sono riassunti di seguito:

Figura 36 - Sintesi ristrutturazione finanziaria realizzata dal fondo



Fonte: Elaborazione personale dell'autore

Anche in questo caso è possibile ottenere una stima del rendimento dell'investimento del fondo in modo da valutarne la performance complessiva. Se assumiamo un multiplo di settore del 2022 pari a 7, otteniamo un EV del Gruppo di 107 milioni. Sottraendo la PFN da questo valore, otterremmo un valore di mercato dell'equity di circa 110 milioni. Poiché il fondo detiene il 26% delle quote azionarie, il suo incasso dalla vendita delle azioni sarebbe quindi di circa 29 milioni.

Per determinare il rendimento complessivo del fondo d'investimento, occorre dedurre una somma di circa 5 milioni, rappresentante i crediti attualmente detenuti in portafoglio dal fondo e destinati al rimborso alle banche che li hanno concessi in gestione. A questa cifra si aggiungono ulteriori 4,5 milioni, corrispondenti ai crediti bancari convertiti in azioni e SFP nel 2019 e soggetti a rimborso alle banche.

7. CONCLUSIONI E LIMITI DELLA RICERCA

7.1. Conclusioni generali

Il lavoro ha fornito un'analisi del mondo del *distress investing*, concentrandosi sulla situazione italiana e approfondendo sia gli aspetti teorici che quelli empirici dell'investimento in aziende in difficoltà finanziaria.

La prima parte della tesi ha stabilito una solida base teorica per l'argomento, analizzando la letteratura esistente sul *distress investing* e fornendo una chiara definizione di distress finanziario. Ha anche esaminato i modelli di previsione della crisi finanziaria, gli indicatori di solidità finanziaria e le motivazioni degli investitori per affrontare il rischio associato alle aziende in difficoltà. Inoltre, è stato anche chiarito chi sono gli operatori specializzati nel *distress investing*, delineandone le strutture organizzative e le strategie impiegate per ottenere rendimenti da investimenti in aziende in crisi. Questa sezione è stata molto utile in quanto ha offerto un quadro completo delle modalità con cui gli investitori si avvicinano al settore.

La seconda parte del lavoro ha invece utilizzato un approccio di ricerca prettamente empirico, attraverso la raccolta e l'analisi dei dati relativi agli investimenti nel distressed in Italia. In particolare, è stata fornita una mappatura degli operatori italiani attivi in questo settore ed è stata condotta un'analisi delle performance di turnaround su un campione di aziende coinvolte. Questa analisi ha contribuito a evidenziare le sfide e i risultati delle ristrutturazioni effettuate.

L'analisi dettagliata degli operatori specializzati nell'investimento nel distressed ha rivelato diverse tendenze e dinamiche rilevanti per il contesto italiano. Ad esempio, gli operatori operano in una vasta gamma di settori industriali, dimostrando una notevole diversificazione. Questo include industrie manifatturiere, produzione di beni di consumo, logistica e altro. Tale diversificazione sottolinea la flessibilità di questi investitori nell'affrontare aziende in crisi in settori diversi. Inoltre, gli operatori tendono a

diversificare il proprio portafoglio non solo attraverso settori diversi ma anche in base al livello di distress finanziario delle aziende coinvolte.

Sebbene idealmente gli investimenti nel *distress investing* dovrebbero avere una durata breve, la raccolta dei dati ha rivelato che la realtà è più complessa. La durata può variare notevolmente, a volte estendendosi oltre i 5 anni e questa variabilità è spesso legata all'efficacia delle operazioni di ristrutturazione. Va comunque anche detto che la pandemia da Covid-19 potrebbe avere allungato la durata degli investimenti di circa due anni, rispetto a quanto avrebbe potuto più probabilmente avvenire in un periodo storico privo di un accadimento così eccezionale.

Una caratteristica comune che emerge dagli investimenti nel *distress investing* è l'acquisto delle quote azionarie delle aziende coinvolte. A volte questo avviene subito se l'investimento prevede l'immissione di nuove risorse finanziarie, altre volte avviene in un secondo momento che è successivo all'acquisto di crediti deteriorati, che solo successivamente vengono convertiti in parte in capitale (come successo in particolare per DeA Capital e in parte per Pillarstone). Questo approccio, ovvero detenere l'equity e con questo tipicamente la maggioranza di esso ed il controllo delle società, fornisce agli operatori la possibilità di influenzare in modo concreto la loro ristrutturazione.

Inoltre, la ricerca ha permesso di osservare come le aziende target abbiano, in virtù del loro stato di crisi, bassi valori di Enterprise Value dovuti a bassi EBITDA. Questa situazione permette agli investitori di acquisire quote azionarie a prezzi contenuti, anche in considerazione del rischio assunto. Spesso, nel caso di pronunciate situazioni di distress, il valore di mercato dell'equity è addirittura prossimo a zero o negativo e il prezzo che in questo caso viene pagato è puramente simbolico.

Infine, la raccolta dei dati economici-finanziari delle aziende target e la loro analisi nel periodo d'investimento hanno permesso di mostrare come gli operatori del *distress investing* si trovano di fronte a un'ampia variazione nelle performance delle aziende coinvolte. Taluni investimenti portano a successi significativi, come nel caso di Pigna, Premuda, Ferroli, Manuli Stretch, Gruppo Ricchetti e Boglioli, sostenuti rispettivamente da DeA Capital, Pillarstone, Oxy Capital, QuattroR e Phi Industrial. Al contrario, alcuni investimenti possono incontrare sfide insormontabili o risultare infruttuosi, come nel caso

dei fallimenti di RBD Armatori, Presotto e Brevi Milano, gestiti da Pillarstone, Ibla Capital e Phi Industrial.

Il risultato è influenzato da diversi fattori, tra cui l'efficacia della ristrutturazione, la gravità della crisi e le condizioni di mercato. Ad esempio, il successo del caso Pigna, evidenziato dall'aumento di +16 milioni nell'EBITDA al termine dell'investimento, assume una prospettiva differente quando si considera l'angolo visuale del fondo. Nonostante DeA Capital abbia implementato un significativo efficientamento operativo, portando a tale incremento nell'EBITDA, il contesto critico del 2015, caratterizzato da una redditività negativa di -14 milioni, ha influenzato negativamente il risultato complessivo. Alla chiusura del 2019, l'EBITDA persiste a un livello considerato insufficiente, raggiungendo +1,2 milioni, con impatti sull'intero valore aziendale e sul rendimento dell'investimento.

D'altra parte, l'esperienza di Util Industries illustra come le condizioni di mercato abbiano esercitato un'influenza significativa sul risultato della ristrutturazione, considerando che il Gruppo opera nel settore automobilistico, caratterizzato da una notoria ciclicità. Questo comparto non solo risente dell'andamento generale dell'economia, ma è altresì sensibile a ogni evento macroeconomico, come ad esempio l'incremento dei prezzi dell'energia, le fluttuazioni nei prezzi delle commodities e di altre materie prime, nonché variazioni sfavorevoli in fattori specifici quali tassi di interesse, rapporti di cambio e modifiche delle politiche governative, compresa la regolamentazione ambientale. Nel corso dell'investimento, il fatturato del Gruppo è stato impattato da tali eventi macroeconomici, come evidenziato nel periodo dal 2016 al 2019. La forte concorrenza dei competitor asiatici e la contrazione del settore automobilistico, accelerata dalla diminuzione delle vendite di auto alimentate a diesel, hanno contribuito a questa dinamica, determinando una contrazione delle acquisizioni da parte degli utenti.

In merito all'analisi degli investimenti effettuati da DeA Capital, le evidenze emerse consolidano ulteriormente le conclusioni derivate dalla parte teorica della tesi.

In particolare, si è osservata una coerente conferma della fase preliminare fondamentale nel contesto del *distress investing*, ovvero l'attuazione di un piano di ristrutturazione, composto da una componente industriale e una finanziaria, precedente all'investimento

del fondo. Si è notato che il piano industriale assume un ruolo cruciale nel delineare le azioni necessarie per riportare l'azienda al suo core business, con l'obiettivo di recuperare la capacità di generare valore, puntando a raggiungere un livello di EBITDA in linea con la media del settore.

Dall'esame degli investimenti effettuati da DeA Capital, è emerso un tratto comune in molti di questi interventi sull'attivo, manifestato nell'orientamento verso investimenti finalizzati all'ammodernamento degli impianti esistenti e all'acquisto di nuovi impianti/macchinari. Tali iniziative non solo avevano lo scopo di migliorare l'efficienza produttiva delle aziende coinvolte, ma miravano anche ad aumentarne la capacità produttiva al fine di ottimizzare l'assorbimento dei costi fissi e, conseguentemente, migliorare la marginalità.

Parallelamente a questi interventi comuni, sono emersi diversi approcci specifici adottati a seconda delle singole aziende e delle cause sottostanti alla loro cattiva performance operativa. Ad esempio, le strategie implementate da Pigna, Calvi e Util hanno previsto la diversificazione del prodotto e l'uscita da business non strategici o non redditizi, con un focus mirato sul *core business* per consolidare la leadership di mercato. Per Calvi un punto chiave è stato il rimborso di una grande quantità di debito attraverso la cessione di una business unit non *distressed*, anzi redditizia, e non strategica.

Sinterama e Targetti, invece, hanno concentrato gli sforzi nella spinta delle vendite nelle aree a maggior marginalità. Altresì, Pigna, Sinterama e Util hanno attuato significative modifiche nelle strutture societarie, con interventi che hanno portato alla cessione di partecipazioni in società non redditizie. Questi processi di deconsolidamento si sono rivelati cruciali per eliminare la quota di fatturato non profittevole, contribuendo a ridurre costi eccessivi, in particolare in termini di ammortamenti e costo del personale.

Per quanto concerne il piano finanziario, la cui funzione principale è quella di definire gli interventi sul passivo, consentendo all'impresa di operare con maggiore flessibilità e senza la pressione dei creditori durante l'attuazione del piano di ristrutturazione, dalle analisi condotte è emerso che gli interventi più comuni hanno riguardato il consolidamento e il riscadenziamento delle esposizioni acquisite dal fondo, mirati a ridurre il costo dell'indebitamento. Un'altra pratica frequente è stata la conversione in SFP

dei crediti acquisiti, essenziale per ridurre l'indebitamento aziendale e al contempo ripatrimonializzarla.

Infine, sono stati evidenziati gli interventi sulla gestione del capitale circolante, ritenuti cruciali per consentire all'azienda di disporre di maggiori risorse liquide. Questi interventi, spesso implementati attraverso contratti con società di factoring, reverse factoring e linee autoliquidanti, non solo hanno supportato il finanziamento delle attività e del piano industriale, ma hanno anche contribuito al ripagamento del debito aziendale.

In base ai risultati delle analisi condotte sulle ristrutturazioni effettuate da DeA Capital, emerge un quadro generale positivo riguardo all'impatto del fondo sulle aziende soggette a risanamento. Dei sei casi considerati, tre hanno portato a un exit del fondo, mentre le restanti aziende ancora in portafoglio evidenziano comunque un miglioramento, registrando un livello di distress inferiore rispetto al periodo precedente l'intervento di DeA Capital.

In particolare, le ristrutturazioni hanno coinvolto interventi significativi sul debito e sulla ripatrimonializzazione, determinando un notevole miglioramento nel rapporto Net debt/Equity. Alcune aziende hanno assistito al ritorno del proprio patrimonio a valori positivi, evidenziando un aumento significativo, come nel caso di Pigna, con un incremento di +35 milioni. Analogamente, aziende come Util e Calvi hanno registrato aumenti straordinari nel proprio patrimonio, rispettivamente di +40 milioni e +55 milioni. Questi risultati hanno contribuito a risolvere il disequilibrio patrimoniale preesistente all'intervento di DeA Capital.

È rilevante notare che tali miglioramenti, soprattutto sul fronte patrimoniale, non derivano da progressi operativi, ma piuttosto da operazioni che coinvolgono la PFN delle aziende. La maggior parte di questi progressi è stata ottenuta mediante operazioni di conversione dei crediti acquisiti dal fondo in SFP, rivalutazione degli asset (come nel caso di Util, che ha registrato un aumento patrimoniale di +40 milioni) e cessione di partecipazioni (come nel caso di Calvi, con un aumento patrimoniale di +55 milioni, come già accennato).

Inoltre, la ragione per cui il miglioramento della PFN e, in misura maggiore, del patrimonio non può essere attribuito a miglioramenti significativi sul fronte operativo, risiede nel fatto che soltanto 3 delle 6 aziende (Pigna, Targetti e Snaidero) hanno

registrato un aumento dell'EBITDA. In aggiunta, è importante sottolineare che nonostante l'incremento del margine operativo lordo, al momento del disinvestimento (per Snaidero, essendo ancora in portafoglio, si fa riferimento al dato del 2021, l'ultimo disponibile su AIDA) l'EBITDA di tutte e 3 le aziende è rimasto molto contenuto. Ciò si spiega dal fatto che, prima dell'intervento del fondo, queste aziende presentavano un EBITDA negativo, e quindi il miglioramento è servito principalmente a riportarlo a un valore appena positivo.

Concludendo, ad eccezione delle tre aziende che hanno registrato un incremento della marginalità e di Calvi, che ha registrato un miglioramento significativo della PFN di +95 milioni, il rapporto Net debt/EBITDA delle rimanenti aziende ha registrato un peggioramento. Nonostante ciò, risulta che DeA Capital è riuscita a generare comunque dei ritorni, seppur modesti, grazie al suo modello di intervento che non prevede in termini generali (salvo alcune eccezioni, come per Snaidero) l'immissione diretta di risorse finanziarie, ma piuttosto la gestione dei crediti bancari, da cui deriva una *management fee* annuale sull'ammontare gestito. Questo approccio ha permesso al fondo di ottenere risultati positivi nonostante le sfide operative.

7.2. Limiti della ricerca e possibili sviluppi futuri

La consapevolezza delle limitazioni è fondamentale per valutare in modo critico l'attendibilità e la portata dei risultati ottenuti e per fornire un contesto significativo per le future ricerche. Per questa ragione, questo capitolo si concentrerà sulle limitazioni intrinseche dello studio realizzato e sull'identificazione di possibili percorsi futuri per approfondire ulteriormente il campo del *distress investing*.

La prima limitazione di questa ricerca riguarda la raccolta dei dati sugli investimenti degli operatori del *distress investing*. La raccolta dei dati relativi agli investimenti degli operatori del distressed si è basata su informazioni reperibili su Internet, sui siti degli operatori e delle aziende in crisi, nonché sui bilanci ottenuti da AIDA. Tuttavia, le informazioni riguardanti l'ammontare esatto degli investimenti potrebbero essere incomplete o non precisamente accurate, in quanto sono riservate agli investitori ed

eventualmente ai creditori partecipanti agli accordi di ristrutturazione. Questo ha complicato il calcolo delle stime del rendimento “totale” (da acquisto o gestione crediti, da immissione crediti o da eventuale aumento di capitale) dei singoli assets e di conseguenza dei portafogli – rendendoli non solo ardui ma in alcuni casi impossibili. In particolare, nell'analisi condotta su DeA Capital, va considerato che tale società opera intervenendo nelle aziende in crisi solitamente attraverso la gestione di crediti deteriorati delle istituzioni bancarie conferiti nel proprio fondo di credito, oppure attraverso il loro acquisto a sconto. La cessione di tali crediti implica che il fondo riceva compensi dalla gestione, ma la natura esatta degli accordi regolamentanti tali transazioni non è pubblica. Nel corso dell'analisi, si è ipotizzato che il fondo abbia percepito una *management fee* annuale dell'1% sul credito gestito; tuttavia, è possibile che il fondo abbia sottoscritto con le banche accordi differenti che contemplano commissioni di natura diversa (ad esempio inferiori, allo 0,75% ma con benefici di *upside* in base al credito recuperato). Questo aspetto aggiunge complessità al calcolo delle stime dei rendimenti degli investimenti. Inoltre, potrebbero mancare dati su investimenti effettuati da alcuni operatori, il che potrebbe comportare lacune che distorcono l'analisi complessiva. Per futuri studi, sarebbe utile considerare modalità alternative di raccolta dati, ad esempio interagendo direttamente con le aziende oggetto di investimento o gli operatori del distressed.

Inoltre, l'accesso ai bilanci delle aziende oggetto di investimento tramite AIDA è stato limitato in alcuni casi, con dati disponibili solo fino al 2021. Questa mancanza di dati recenti può ostacolare una comprensione completa della performance delle aziende durante il difficile periodo causato dalla pandemia da Covid-19. Comprendere come queste aziende in fase di risanamento abbiano affrontato la pandemia è di importanza critica. Questo contesto imprevedibile e inatteso potrebbe aver messo in discussione l'efficacia del processo di ristrutturazione, oppure, nel caso di un superamento della crisi globale, potrebbe aver amplificato l'importanza del lavoro svolto dagli operatori del *distress investing*. Futuri studi potrebbero prevedere l'acquisizione di questi dati mancanti per una visione più approfondita sulle performance delle aziende durante il periodo post-pandemia.

Bisogna anche sottolineare che la stima degli Enterprise Value e del valore di mercato dell'equity si è basata su multipli di settore medi a causa di un accesso alle informazioni

limitato. Questo approccio potrebbe non riflettere in modo preciso il valore reale delle aziende ristrutturate, specialmente considerando che gli acquirenti spesso pagano premi dovuti a sinergie e benefici potenziali. In futuro, potrebbe essere vantaggioso cercare prezzi di vendita effettivi o migliorare la stima utilizzando multipli di settore di aziende simili.

Infine, il presente studio non ha potuto condurre un confronto diretto tra diversi operatori del *distress investing* per valutare le loro performance relative. Un'analisi, e la conseguente eventuale inferenza degli approcci che contribuiscono alle performance specifiche di ciascun operatore, avrebbe potuto fornire una visione più completa delle competenze e dei fattori che influenzano i risultati. Ciò consentirebbe di comprendere meglio quanto delle performance ottenute può essere effettivamente attribuito alle competenze degli operatori stessi, e quanto invece sia influenzato da fattori esterni che hanno condizionato i risultati in modo positivo o negativo. Ad esempio, tale analisi potrebbe rivelare che, nonostante un operatore possa presentare un rendimento medio del portafoglio apparentemente inferiore rispetto a un altro, ciò potrebbe essere dovuto alla composizione settoriale del proprio portafoglio. Futuri studi potrebbero approfondire questa analisi per una valutazione più dettagliata delle performance relative degli operatori.

Il superamento di queste limitazioni e futuri sviluppi di analisi (per lo più *accounting studies* e *clinical studies*, ma non necessariamente solo questo tipo di metodologia) relative ad un numero maggiore di players potranno contribuire a una migliore comprensione delle strategie e delle performance degli operatori in questo settore.

BIBLIOGRAFIA

Altman E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *The Journal of Finance*, v. 23, n. 4

Andersson M., Krylova E., Vähämaa S. (2008). Why does the correlation between stock and bond returns vary over time?, *Applied Financial Economics*, Vol. 18

Anson M J. P., Fabozzi F J., Jones F J., *The Handbook of Traditional and Alternative Investment Vehicles. Investment Characteristics and Strategies*, USA, John Wiley & Sons, Inc., 2011

Anson M.J.P. (2002). A Primer on Distressed Debt Investing, *The Journal of Private Equity*.

Banca d'Italia. (2023). L'evoluzione del mercato del credito e le priorità della Vigilanza. Convegno «UTP&NPL Summit 2023» – Il Sole 24ore. Milano.
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2023/SIANI_20.06.2023.pdf

Banca d'Italia. (2023). La qualità del credito. Guida ai dati pubblicati dalla Banca d'Italia.
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2023/Metodi_e_Fonti_La-qualita-del-credito.pdf

Banca Ifis. (2022). *Mercato delle transazioni Npl e industria del servicing. Previsioni 2022-2024*

Beaver W. H. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure, *Journal of Accounting Research*, v. 4

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., *Principles of Corporate Finance*, UK, McGraw-Hill Education, 11th Global Edition, 2014

Chambers D.R. et al., *Alternative Investments*, USA, CAIA Association, 3rd Edition, 2015

Chambers D.R., Black K.H., Lacey N.J., *Alternative Investments: A Primer for Investment Professionals*, CAIA Association, 2018

Daniell M. H., McCullough T., *Family Wealth Management*, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd., 2013

Danilov K. A. (2014). Corporate Bankruptcy: Assessment, Analysis and Prediction of Financial Distress, Insolvency, and Failure, *MIT Sloan School of Management*

Eckbo B. E., Thorburn K. S. (2008). Automatic bankruptcy auctions and fire-sales, *Journal of Financial Economics*, v. 89

European Systemic Risk Board. (2017). *Resolving non-performing loans in Europe*

Fabozzi F J., *Institutional Investment Management. Equity and Bond Portfolio Strategies and Applications*, USA, John Wiley & Sons, Inc., 2009

Gilson S. C. (1995). Investing in Distressed Situations: A Market Survey, *Financial Analysts Journal*

Habib A. et al. (2018). Determinants and consequences of financial distress: review of the empirical literature, *Accounting & Finance*

Harner M. M. (2007). The Corporate Governance and Public Policy Implications of Activist Distressed Debt Investing, *University of Nebraska-Lincoln College of Law*

Howells P., Bain K., *Financial Markets and Institutions*, UK, Pearson Education Limited, 5th Edition, 2007

Istat. (2021). Rapporto sulle imprese 2021. Struttura, comportamenti e performance dal censimento permanente. Roma (96-98).
<https://doi.org/10.1481/Istat.Rapportoimprese.2021>

Jain S. (2011). Investing in Distressed Debt, *UBS Alternative Investments*

John K. (1993). Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities: A Survey and a Research Agenda, *Financial Management Association International*, v. 22, n. 3

- Kaplan S. N., Strömberg P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity, *Journal of Economic Perspectives*, v. 23, n. 1
- Khojaa L., Chipulub M., Jayasekera R. (2019). Analysis of financial distress cross countries: Using macroeconomic, industrial indicators and accounting data, *International Review of Financial Analysis*
- Kroll. (2023). Industry Multiples in Europe: Q1 2023. <https://www.kroll.com/-/media/kroll-images/pdfs/industry-multiples-in-europe-q1-2023.pdf>
- LIUC Business School. (2014). *Private Equity Monitor. Italia 2014*. Italia.
- LIUC Business School. (2015). *Private Equity Monitor. Italia 2015*. Italia.
- LIUC Business School. (2016). *Private Equity Monitor. Italia 2016*. Italia.
- LIUC Business School. (2017). *Private Equity Monitor. Italia 2017*. Italia.
- LIUC Business School. (2018). *Private Equity Monitor. Italia 2018*. Italia.
- LIUC Business School. (2019). *Private Equity Monitor. Italia 2019*. Italia.
- LIUC Business School. (2020). *Private Equity Monitor. Italia 2020*. Italia.
- LIUC Business School. (2021). *Private Equity Monitor. Italia 2021*. Italia.
- LIUC Business School. (2022). *Private Equity Monitor. Italia 2022*. Italia.
- Luciano E. (2022), *slide del corso Mercati, rischi e strumenti finanziari*
- Metrick A., Yasuda A. (2010). Venture Capital and Other Private Equity: A Survey, *National Bureau of Economic Research*
- Modigliani F., Miller M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, v. 48, n. 3
- Morris J. R. (1976). On Corporate Debt Maturity Strategies, *The Journal of Finance*, v. 31, n. 1

Moyer S. G., *Distressed Debt Analysis: Strategies for Speculative Investors*, USA, J. Ross Publishing, 2005

Moyer S. G., Martin D., Martin J. (2012). A Note on Distressed Investing: Buying Companies by Acquiring their Debt, *Baylor University*

Nobanee H., AlHajjar M. (2014). An Optimal Cash Conversion Cycle, *International Research Journal of Finance and Economics*

Oseifuah E. K. (2016). Cash Conversion Cycle theory and corporate profitability, *Journal of Accounting and Management*, v. 6, n. 3

Parrini L. et al. (2009). Il Private Equity nelle crisi di impresa: Rapporto della Commissione “Analisi Fondamentale”, *AIAF Associazione Italiana Analisti Finanziari*

Schneeweis T., Spurgin R. (1999). Traditional and Alternative Investments: Market Structure, Product Structure, and Security Design, *The Journal of Alternative Investments*

Shleifer A., Vishny R. W. (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach, *The Journal of Finance*, v. 47, n. 8

Tinoco M. H., Holmes P., Wilson N. (2017). Polytomous response financial distress models: The role of accounting, market and macroeconomic variables, *International Review of Financial Analysis*

SITOGRAFIA

Banca d'Italia, *La funzione della banca*,
<https://economiepertutti.bancaditalia.it/risparmiare/funzione-banca/#:~:text=Errori%20ricorrenti-,Caratteristiche,del%20pubblico%20ed%20emettendo%20obbligazioni.>

Borsa Italiana, *Rating: significato e funzionamento delle Agenzie di Rating*,
<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm#:~:text=Il%20rating%20%C3%A8%20assegnato%20contrassegnando,%C3%A8%20comunque%20una%20scala%20alfabetica.>

Business And Leaders, *Qual è la differenza tra investitori individuali e investitori istituzionali?*,
<https://businessandleaders.it/2022/09/11/differenza-investitori-individuali-investitori-istituzionali/#:~:text=Investitore%20individuale%20%C3%A8%20colui%20che,di%20un%20gruppo%20di%20investitori.>

CreditNews, *Crediti deteriorati: attesi 82 miliardi di euro di nuovi flussi*,
<https://www.creditnews.it/crediti-deteriorati-incremento-contenuto-grazie-alla-solidita-del-sistema-italia/>

CreditNews, *NPL: le linee guida della Commissione UE per il mercato secondario*,
<https://www.creditnews.it/npl-linee-guida-mercato-secondario/#:~:text=Il%20mercato%20secondario%20dei%20prestiti,nel%20recupero%20di%20tali%20debiti.>

https://aida-r1-bvdinfo-com.ezproxy.biblio.polito.it/version-20221207-3288-0/HomePageSelector.serv?_CID=1&product=aidaneo

<https://am.jpmorgan.com/it/en/asset-management/institutional/about-us/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/buffetti-sale-al-100-di-pigna-exit-per-il-fondo-idea-ccr-i/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/costa-endutainment-incassa-40-mln-euro-di-nuova-finanza-in-equity-e-bond-convertibile-per-supportare-il-rilancio-da-ccr-ii-illimity-e-azimut-eltif-private-debt/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/costa-endutainment-incassa-40-mln-euro-di-nuova-finanza-in-equity-e-bond-convertibile-per-supportare-il-rilancio-da-ccr-ii-illimity-e-azimut-eltif-private-debt/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/e-ufficiale-idea-ccr-ii-va-al-controllo-di-snaidero-iniettati-25-mln-euro-di-nuova-finanza/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/gli-articoli-per-linfanzia-brevi-milano-presentano-istanza-di-fallimento/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/idea-capital-si-compra-70-dei-freni-auto-util-industries/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/idea-ccr-ii-porta-termine-la-ricapitalizzazione-pieralisi-va-al-51/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/il-fondo-idea-ccr-1-cede-targetti-sankey-a-3f-filippi/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/il-fondo-turnaround-di-illimity-sgr-investe-nel-5-dei-pennelli-di-nespoli-con-opzione-per-salire-al-15-obiettivo-piazza-affari/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/il-gruppo-ferroli-trova-lintesa-con-le-banche-creditrici-gli-azionisti-atteator-capital-e-oxy-capital-accelerano-sulla-cessione/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/il-gruppo-schneider-big-del-cachemere-e-della-vicunas-riequilibria-le-finanze-grazie-al-fondo-utp-di-illimity-sgr-e-alle-linee-di-factoring-di-illimity-bank/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/il-parco-divertimenti-romano-magicland-incassa-un-finanziamento-da-pillarstone-kkk-e-banca-finint/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/le-sete-di-canepa-incassano-18-mln-euro-dalleltif-di-muzinich-e-azimut-invitalia-e-il-socio-di-maggioranza/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/melitta-group-management-si-compra-cuki-pillarstone-italy-ariaudo/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/pillarstone-al-controllo-premuda-lassemblea-delibera-anche-gli-strumenti-partecipativi-le-banche/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/pillarstone-compra-dalle-banche-560-mln-di-crediti-verso-rdb-armatori/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/premuda-chiudera-2019-flotta-25-navi-anche-grazie-ai-ripossessamenti-parte-fi-nav-pillarstone-siglato-secondo-closing-500-mln-euro/>

<https://bebeez.it/crisi-rilanci/premuda-pillarstone-investira-50-mln-debt-equity-swap-assemblea-26-aprile/>

<https://bebeez.it/npl/pillarstone-lancia-un-fondo-utp-600-mln-euro-rilanciare-imprese-italiane/>

<https://bebeez.it/private-equity/fondo-idea-ccr-ii-dea-capital-compra-26-gruppo-calvillimity-investe-40-mln-acquisto-crediti-nuova-finanza/>

<https://bebeez.it/private-equity/ibla-capital-compra-i-prodotti-in-gomma-per-caldaie-sefa-e-si-finanzia-con-un-bond-sottoscritto-da-merito-sgr-a-luglio-era-andata-al-salvataggio-di-heila-cranes/>

<https://bebeez.it/private-equity/il-controllo-di-sirti-passa-da-kkr-al-fondo-rsct-con-la-regia-delladvisor-pillarstone/>

<https://bebeez.it/private-equity/il-fondo-icct-illimity-sgr-compra-il-54-dei-sistemi-di-trasmissione-di-potenza-varvel-intanto-raggiunge-quota-350-mln-euro-lordi-di-crediti-utp-in-portafoglio/>

<https://bebeez.it/private-equity/itaca-equity-tip-investe-in-landi-renzo-sottoscrivendo-un-aumento-fino-a-394-mln-euro-la-famiglia-landi-manterra-il-controllo-tamburi-fa-il-pieno-di-utili/>

<https://bebeez.it/private-equity/la-multinazionale-della-chimica-indorama-ventures-compra-i-filati-italiani-sinterama/>

<https://bebeez.it/private-equity/pillarstone-chiude-deal-sirti-pisa-ad/>

<https://bebeez.it/private-equity/sirti-compra-la-maggioranza-del-leader-italiano-della-cibersecurity-wellcomm-engineering/>

https://bebeez.it/wp-content/uploads/2023/02/AVR-Press-release_final-1.pdf

<https://bebeez.it/wp-content/uploads/2023/05/CS-DOPla-Azimut.pdf>

https://deagostini-prod-deacapitalaf.s3.eu-west-1.amazonaws.com/wp-content/uploads/2020/08/07153658/CS-Pieralisi_Def-22-lug-2020.pdf

<https://dealflower.it/chi-sono-i-signori-del-distressed-in-italia/>

<https://dealflower.it/le-acque-gaudianello-e-sangemini-a-clessidra-capital-credit-e-magnetar/>

<https://dealflower.it/walcor-cede-la-societa-a-jp-morgan-asset-management-e-invitalia/>

<https://financecommunity.it/athena-capital-wrm-group-acquisisce-definitivamente-ki-pre-prosciutti-crudi/>

<https://financecommunity.it/clessidra-magnetar-acquisiscono-sisma-ey-advisor/>

<https://financecommunity.it/il-60-di-ferroli-passa-a-oxy-e-attestor-tutti-gli-advisor-del-salvataggio/>

<https://financecommunity.it/lazard-con-sirti-nell'ingresso-di-pillarstone/>

<https://financecommunity.it/oxy-capital-e-attestor-capital-entrano-col-75-del-capitale-in-stefanel-2/>

<https://financecommunity.it/oxy-capital-e-attestor-nell'aumento-di-capitale-del-gruppo-olio-dante-2/>

<https://financecommunity.it/oxy-credito-fondario-rilanciano-manuli-stretch/>

<https://finanzasostenibile.it/soci/jpmorgan-asset-management/>

<https://forbes.it/2022/10/21/dai-turchi-agli-americani-pernigotti-passa-jp-morgan/>

<https://iblacapital.com/it/ibla-capital-investment-company/#home>

<https://inhousecommunity.it/pillarstone-nelloperazione-investimento-quattor-sgr-burgo-legali/>

<https://legalcommunity.it/cms-con-phi-nella-acquisizione-della-partecipazione-detenua-da-zucchi-in-mascioni-e-del-marchio-mascioni-hotel-collection/?print-posts=pdf>

<https://legalcommunity.it/gli-studi-legali-coinvolti-nel-piano-risanamento-brevi/>

<https://legalcommunity.it/psc-tim-clessidra-italtel-studi/>

https://maiora.com/wp-content/uploads/2019/05/Ilsole24ore_15.05.2019.pdf

<https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/gli-advisor-deal-consorzio-casalasco-e-fondo-quattor-AEXC2db>

<https://oxycapital.it/>

<https://phi-industrial.com/>

<https://quattor.com/>

<https://quattor.com/wp-content/uploads/2018/12/Comunicato-QuattroR-28122018-ITA.pdf>

https://quattor.com/wp-content/uploads/2023/01/Comunicato-stampa-MTD_ITA.pdf

<https://wrmgroup.net/it/>

<https://www.agcm.it/dotcmsdoc/bollettini/2023/21-23.pdf>

<https://www.aifi.it/it/dematte/2021/ibla-capital-per-l-operazione-natural-way-laboratories>

<https://www.aifi.it/it/private-capital-today/AlviailnuovofondoditurnarounddiIblaCapital>

<https://www.aipb.it/it/soci-aderenti/jp-morgan-asset-management>

<https://www.aziendabanca.it/notizie/legal/la-maggioranza-di-snaidero-rino-passa-al-fondo-idea-ccr-ii>

<https://www.aziendabanca.it/notizie/legal/quattor-sgr-rileva-la-maggioranza-di-burgo-group-storico-gruppo-cartario-di-altavilla-vicentina>

<https://www.azimut.it/>

https://www.cbalex.com/sites/cbalex/files/articles/files/3853_rassegna_idea.pdf

<https://www.clessidragroup.it/>

https://www.corriere.it/economia/18_maggio_12/snaidero-passa-mano-de-agostini-08dc53e6-55fb-11e8-9c30-640530cfa12f.shtml

<https://www.deacapital.com/?rcp>

<https://www.economymagazine.it/heila-cranes-si-al-concordato-preventivo-promosso-da-ibla-capital/>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/12/03/T15AAB15129/p2>

<https://www.illimitysgr.com/>

<https://www.ilpost.it/2019/06/13/stefanel-amministrazione-straordinaria/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/i-tubi-marini-manuli-passano-fondo-ibla-capital-AD6U7kp>

<https://www.ilsole24ore.com/art/moda-fondo-quattor-compra-trussardi-ABIFmcTB>

<https://www.industriaitaliana.it/gpack-illimity-bank-oxi-capital/>

<https://www.informazione.it/c/200B0623-98AF-4EA9-A91F-1B559E43B5A3/Chi-e-Raffaele-Mincione-il-finziere-che-sta-investendo-per-il-rilancio-di-Retelit-e-Banca-Carige>

<https://www.itacaequity.com/>

<https://www.italiaatavola.net/acqua-bevande-birra/acqua-bevande/magnetar-clessidra-salvano-acque-minerali-d-italia/72962/>

<https://www.milanofinanza.it/news/wise-cede-boglioli-a-phi-industrial-2180410>

<https://www.pillarstone.com/>

<https://www.prnewswire.com/news-releases/jp-morgan-closes-lynstone-special-situations-fund-ii-with-2-4-billion-in-total-commitments-surpassing-2-billion-target-301561850.html>

https://www.repubblica.it/dossier/economia/top-story/2022/07/21/news/dea_capital_alternative_funds_sgr_entra_in_costa_edutainment-358676181/

https://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/12/05/news/il_fondo_quattor_acquisita_fagioli_spa-183112249/

<https://www.shippingitaly.it/2020/01/16/rbd-armatori-dal-tribunale-e-arrivato-lok-al-concordato-fallimentare/#:~:text=Il%20maggiore%20creditore%20nel%20fallimento,una%20flotta%20di%2025%20navi.>

<https://www.themeditelegraph.com/it/shipping/shipowners/2016/04/23/news/pillarstone-fa-decollare-premuda-a-piazza-affari-1.38162724>

<https://www.themeditelegraph.com/it/shipping/shipowners/2022/04/14/news/illimity-muzinich-finanziamento-da-52-5-milioni-per-synergas-1.41374478>

Istat, *Registrazioni e fallimenti di imprese - I trimestre 2023*,
<https://www.istat.it/it/archivio/284437>