



Il Turnaround: nuove prospettive per le imprese italiane

Alberto Franzone

Castellanza, 8 novembre 2006

Cos'è un Turnaround?

“In chemical manufacturing and petroleum refining, a **turnaround** is a scheduled large-scale maintenance activity wherein an entire process unit is taken offstream for an extended period for comprehensive revamp and renewal. This operation involves a lot of preparation, and many precautions are taken because this is a dangerous operation”.

*Nell'industria chimica e della raffinazione petrolifera il **turnaround** è una particolare forma di manutenzione su larga scala dove un'intera fase di lavorazione è momentaneamente isolata dal processo per essere rivitalizzata e rinnovata. Dato il livello di pericolosità, questa operazione comporta una lunga fase di preparazione e molte precauzioni.*

Il Turnaround: nuove prospettive per le imprese italiane

- Il Private Equity e le sue principali forme attuative
- Development Capital e Replacement Capital
- Turnaround: il ruolo dell'investitore finanziario
- Turnaround: il contesto italiano
- Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare
- *Allegato: Management & Capitali – l'investimento in Comital Saiag*

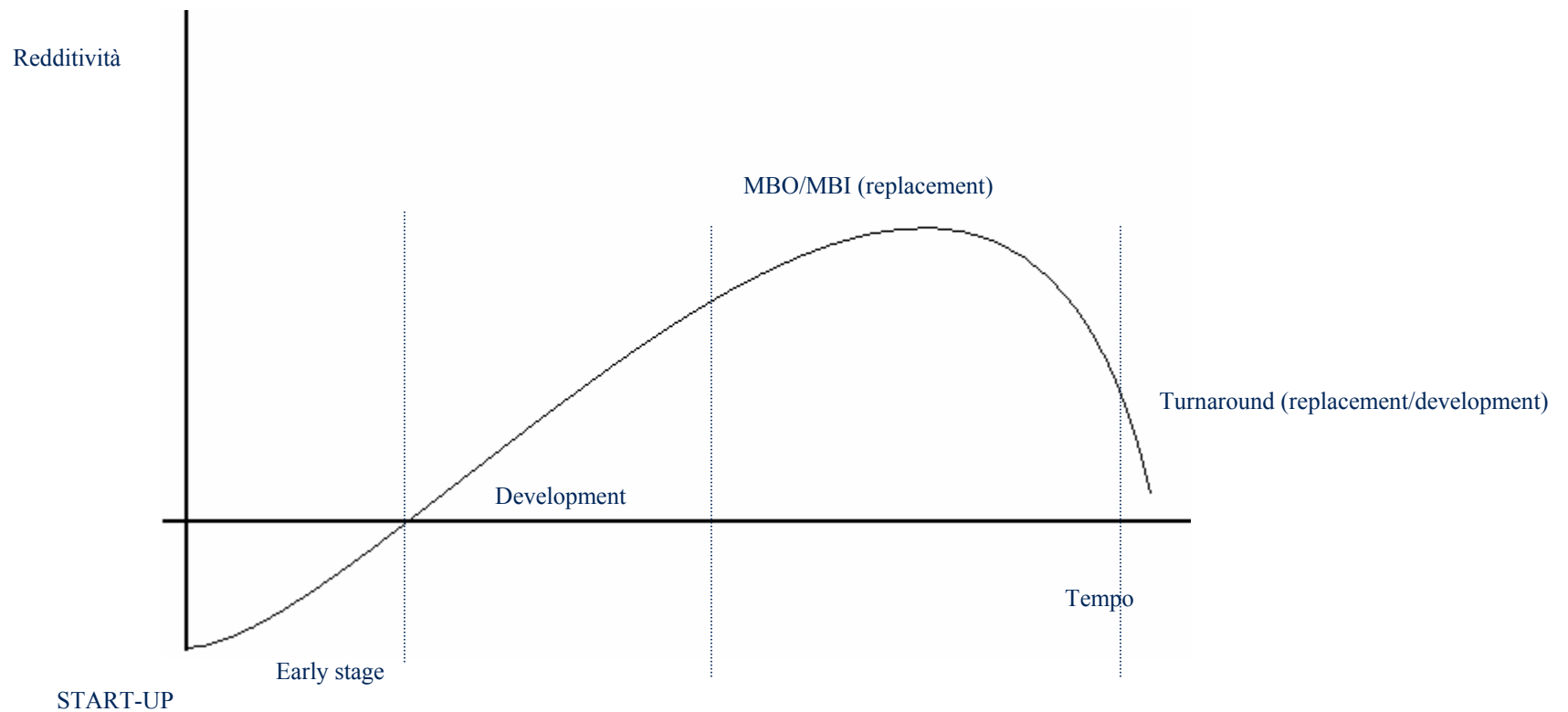
Il Private Equity e le sue principali forme attuative

Stadio di sviluppo dell'azienda e differenti necessità finanziarie

- i. Start up / Early stage
- ii. Development capital
- iii. Management Buy-out/Buy-in (Replacement capital)
- iv. Turnaround (Replacement/Development capital)

Il Private Equity e le sue principali forme attuative

Ciclo di vita di un'azienda e forme di intervento



Il Private Equity e le sue principali forme attuative:

Start-up / Early stage

- L'azienda è appena nata e presenta un potenziale di sviluppo molto elevato, unito ad un alto livello di rischio per l'investitore
- Ricavi minimi o inesistenti
- Break-even economico da raggiungere
- Opera in mercati in crescita, spesso *first mover* con tecnologia/idea imprenditoriale innovativa
- L'operatore finanziario investe ripartendo in "tranche" il proprio investimento; tiene monitorato il percorso di crescita dell'azienda nel tempo prima di concedere nuovi fondi

Development Capital e Replacement Capital

Development Capital

- L'azienda ha superato il break-even e necessita di nuove risorse per lo sviluppo (finanziamento del capitale circolante, acquisizioni, incremento della capacità produttiva, ingresso in nuovi mercati)
- Up-side potenzialmente elevato per l'investitore, sebbene minore rispetto ad investimenti in Start-up, ma con un grado di rischio più contenuto
- Tipicamente l'investitore fornisce nuove risorse finanziarie in aumento di capitale, acquisendo una partecipazione di minoranza
- L'investitore supporta l'imprenditore/ il management

Development Capital e Replacement Capital

Replacement Capital

- L'azienda genera stabilmente flussi di cassa positivi, detiene una posizione competitiva di rilievo nel proprio settore, consegue un'elevata redditività
- L'investitore acquisisce il controllo dell'azienda target coinvolgendo il management esistente (MBO) o management esterno (MBI) nell'azionariato
- L'acquisizione è tipicamente effettuata da una nuova società appositamente costituita (Newco), attraverso il ricorso alla leva finanziaria (Leveraged Buy-Out)

Turnaround: il ruolo dell'investitore finanziario

Turnaround (Replacement/Development capital)

- L'azienda attraversa una fase di difficoltà dovuta a cause operative, strettamente finanziarie o manageriali
- Il management è chiamato ad attivare un severo piano di ristrutturazione per ridurre i costi operativi, rilanciare i ricavi e ottimizzare il livello del capitale investito
- L'investitore interviene direttamente nella gestione operativa
- L'investimento è generalmente condizionato alla negoziazione dei debiti con le banche e i fornitori, nei cui confronti l'imprenditore e il management spesso hanno perso credibilità
- Tipicamente l'investitore fornisce nuove risorse finanziarie in aumento di capitale, acquisendo una partecipazione di maggioranza
- L'apporto di capitale in alcuni casi può rappresentare una forma ibrida di development/replacement capital

Turnaround: il ruolo dell'investitore finanziario

Turnaround: interventi per il recupero di valore

- Incremento della redditività:
 - Azioni sui ricavi e sui costi
 - Riduzione del capitale circolante
 - Ridefinizione organizzativa e strategica
 - Immissione di nuove risorse finanziarie per lo sviluppo
 - Dismissione di asset non strategici
 - Inserimento di nuovo management
 - Acquisizione e/o accorpamento sinergico di aziende o rami aziendali
- Riduzione dell'esposizione debitoria:
 - Aumento di capitale
 - Riscadenziamento o stralcio del debito finanziario e commerciale attraverso accordi "stragiudiziali" e/o procedure concorsuali

Turnaround: il ruolo dell'investitore finanziario

Turnaround: opportunità per gli investitori

Oltre che dagli interventi sulla redditività e sulla riduzione del debito, la creazione di valore nelle operazioni di turnaround deriva anche da:

- acquisto a sconto, per la scarsa appetibilità delle aziende in crisi e la mancanza di *benchmark* di mercato
- acquisto di rami d'azienda da procedure concorsuali senza accollo del debito eccedente il reale fabbisogno gestionale
- recupero di valore celere attraverso l'eliminazione delle situazioni di "incaglio" gestionale e finanziario:
 - sblocco di nuove linee di credito
 - recupero del rapporto con i fornitori

Turnaround: il contesto italiano

Il settore degli investimenti Turnaround è strettamente collegato all'attività di Private Equity ("PE"). Il mercato del PE italiano è tra i primi 5 in Europa, con un ammontare annuo medio investito pari a c.a. € 2.4 miliardi

VALORE DELLE TRANSAZIONI

€/mln	2002	2003	2004	2005
Seed/start-up	65	59	23	30
Espansione	811	572	426	385
Turnaround	11	11	31	28
Replacement	205	133	83	221
Buyout	1.534	2.258	916	2.401
Totale	€ 2.626	€ 3.034	€ 1.480	€ 3.065

Fonte: AIFI

NUMERO DI TRANSAZIONI

	2002	2003	2004	2005
Seed/start-up	49	65	50	56
Espansione	126	161	116	124
Turnaround	11	14	10	11
Replacement	39	37	24	15
Buyout	75	59	48	75
Totale	300	336	248	281

Fonte: AIFI

Turnaround: il contesto italiano

Mancano in Italia statistiche ufficiali complete sul mercato potenziale delle operazioni di turnaround. Tuttavia:

- nel 2005 i crediti in sofferenza delle società non finanziarie rappresentavano il 5,4% del totale degli impieghi del sistema creditizio (pari a circa € 34 miliardi)
- tra le imprese con un fatturato superiore a € 50 milioni, oltre l'11% ha riportato nel 2004 perdite d'esercizio e un rapporto debito/mezzi propri superiore al 150%

Turnaround: il contesto italiano

La scarsità di operazioni di Turnaround in Italia è finora dipesa soprattutto da:

- complessità del quadro normativo italiano, orientato più alla tutela dell'interesse dei creditori che non a preservare il valore e la continuità aziendale
- mancanza di competenze specifiche all'interno dei fondi di PE tradizionali
- approccio conservativo del sistema creditizio

Il quadro normativo italiano è recentemente cambiato in modo radicale grazie alla Riforma del Diritto Fallimentare introdotta tra il 2005 e il gennaio 2006. Sono infatti state adottate agevolazioni e tutele che favoriscono molto più di un tempo l'investimento in situazioni di crisi

Turnaround: il contesto italiano

Esempi recenti di operazioni di ristrutturazione in Italia

Anno	Società	Ricavi* (€mln)	Operazione	Investitore
ott-06	Comital Saiag	509	RD, RO	Management & Capitali
ott-06	Viaggi del Ventaglio	730	RD	Cornell
set-06	Olcese	60	PR	I2 Capital e pool di imprenditori italiani
set-06	Arquati	40	PR	Synergo
set-06	Sector	70	RO	Morellato
set-06	Arcotronics	140	RD, RO	DB Zwirn
lug-06	GioStyle	40	RD, RO	Atlantis Capital
giu-06	Arena	330	RD	-
giu-06	Fantuzzi	450	RD	JPMorgan

* stime e consuntivi 2005

Legenda

RD	Ristrutturazione finanziaria
RO	Ristrutturazione operativa
PR	Procedura concorsuale

Turnaround: il contesto italiano

Messa sotto accusa l'eccessiva leva finanziaria sugli investimenti

Aumentano i rischi di default

Monica D'Ascenzo
MILANO

■ Bolla dei leveraged buyout? C'è chi ha puntato il dito sull'eccessivo ricorso alla leva e chi ha difeso le operazioni dei grandi private equity definendole sostenibili. Le condizioni macroeconomiche, però, stanno cambiando e se è vero che non ci sarà un'ondata di società in default è pur vero che è atteso un aumento delle società in difficoltà. In particolare dal 2004 a inizio 2006, Moody's ha rilevato un continuo calo dei default arrivati al minimo storico. Contestualmente i livelli di indebitamento hanno continuato a crescere. Il momento di svolta nel ciclo sembra però essere arrivato e le attese degli esperti del settore segnalano una ripresa dei default nel prossimo futuro.

Negli Stati Uniti il cambiamento è già percepibile e in Europa si hanno le prime avvisaglie. In un contesto di tassi bassi e crescita economica, i fondi di private equi-

ty hanno portato a termine operazioni di buyout utilizzando a volte anche una forte leva finanziaria, diversificando spesso il portafoglio investimenti. In una situazione macroeconomica non più favorevole, non tutti i settori industriali però sono in grado di far fronte

LA SOLUZIONE

Per evitare perdite di valore e bancarotta ora si sceglie lo «spezzatino» delle aziende e la vendita degli asset

all'indebitamento. Capita così che ci siano investimenti che diventano sempre più a rischio di *write off* (azzeramento dell'investimento) nel caso l'azienda entri in crisi.

Come evitare quindi la perdita? I private equity stanno scoprendo la possibilità di uscire da un investimento grazie a opera-

zioni di break up e cessione di rami d'azienda. Una specializzazione che era propria dei fondi cosiddetti 'avvoltoio' (vulture fund), che entravano nelle società all'ultimo stadio di crisi. Perché quindi lasciare ad altri il recupero di valore e ascrivere a bilancio una perdita, quando è possibile anticipare i tempi.

Il settore della componentistica per auto, schiacciato dal rialzo delle materie prime e dall'andamento del mercato automotive, è un esempio del fenomeno in atto. A cominciare dall'americana Collins & Aikman, controllata dal private equity Heartland Industrial Partners e attualmente sotto il chapter 11, avrebbe allo studio la scissione di alcune attività per una successiva cessione. Il nuovo processo è più accentuato nei Paesi di matrice anglosassone, dove il sistema bancario è meno propenso a sostenere le aziende in difficoltà. Ma non mancano esempi

anche nell'Europa continentale. La scorsa settimana Teksid, società ceduta nel 2002 da Fiat ad un gruppo di private equity capitanati da Questor, ha annunciato la cessione degli asset in America, Polonia e Cina alla Nemark per 496,8 milioni di dollari in contanti e l'11,5% della società acquirente. La cifra è sufficiente per pagare le linee di credito e lanciare una tender offer sui bond.

I fondi, affiancati nell'operazione da Lazard Freres & Co, intendono ora valorizzare le attività europee di Teksid uscendo così dall'investimento avendo evitato il write off. La procedura ha anche eluso la possibilità che gli hedge fund, specializzati in distressed company, potessero rastrellare i bond sul mercato per poi subentrare al controllo del gruppo nel momento in cui quest'ultimo non sarebbe più stato in grado di pagare la cedola.

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

La riforma del Diritto Fallimentare ha introdotto importanti novità in grado di favorire chi investe in aziende in crisi. Tra queste le principali sono:

- **D.L. 23 dicembre 2003 n. 347:** riforma dell'Amministrazione Straordinaria: la "Legge Marzano"
- **D.L. 14 marzo 2005 n.35:** riforma del Concordato Preventivo e dell'azione revocatoria fallimentare, introduzione degli Accordi di Ristrutturazione ex art. 182 bis L.F. e del "Piano di risanamento" di cui al novellato art. 67 L.F.
- **D.Lgs 9 gennaio 2006 n.5:** riforma organica della legge fallimentare; in particolare: riforma del Concordato Fallimentare

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

Amministrazione Straordinaria: La “Legge Marzano”

Introdotta nel dicembre 2003 per far fronte all’ “emergenza Parmalat”, si inserisce nell’impianto normativo della così detta “Prodi-bis”

- La nuova procedura si applica alle imprese di grandi dimensioni che intendono perseguire un programma di ristrutturazione del debito. Requisiti:
 - almeno 500 dipendenti assunti da minimo un anno
 - debiti non inferiori a €300 mln
- La procedura può essere estesa anche ad altre società insolventi del medesimo gruppo, anche se prive dei requisiti minimi
- Principali innovazioni introdotte rispetto alla “Prodi Bis: “
 - consente un immediato accesso alla procedura
 - conferisce maggiori poteri al Commissario Straordinario, a discapito del Tribunale
 - consente la ristrutturazione del debito anche attraverso forme innovative di concordato:
 - suddivisione dei creditori in classi con trattamento differenziato (parziale deroga alla *par-condicio creditorum*)
 - soddisfacimento dei creditori in qualunque forma, anche attraverso l’attribuzione di azioni
 - nuovo ruolo dell’assuntore a cui possono essere attribuiti tutti gli assets o anche trasferite le azioni revocatorie

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

Amministrazione Straordinaria: La “Legge Marzano” (segue)

- E' sufficiente l'approvazione del 51% (in valore) dei creditori e se ci sono più classi di creditori, della maggioranza in ciascuna classe
- *Cram Down*: in caso di voto non favorevole di una delle classi, il Tribunale può comunque approvare il concordato se:
 - hanno votato a favore la maggioranza delle classi e la maggioranza dei creditori ammessi
 - le classi dissenzienti non possono essere soddisfatte in misura superiore tramite le alternative possibili

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

Concordato Preventivo

Sono state introdotte rilevanti novità per incentivare l'utilizzo del concordato preventivo come strumento di ristrutturazione:

- non è più richiesto il requisito di meritevolezza dell'imprenditore
- non è più richiesta la soglia minima del 40% per i creditori chirografari
- è incentrato su un piano di ristrutturazione pressochè identico a quello della Legge Marzano (suddivisione in classi, figura dell'assuntore, trattamento differenziato dei creditori, stesse regole di voto)
- il giudizio sulla convenienza del piano non è più in capo al Tribunale (che prima aveva il potere di non ammettere al concordato e di mandare fallita l'azienda) ma demandata ai soli creditori
- libertà di contenuto nella proposta ai creditori per la ristrutturazione dei debiti

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

Accordo di ristrutturazione ex art. 182 bis

E' un istituto del tutto nuovo e autonomo rispetto al concordato preventivo e consente all'imprenditore di raggiungere un accordo con i creditori che rappresentano almeno il 60% (in valore) dell'intero debito

L'accordo dev'essere pubblicato nel Registro delle Imprese e sottoposto al controllo di legittimità del Tribunale per l'omologa

Il contenuto dell'accordo è liberamente determinabile dall'imprenditore

I creditori possono essere soddisfatti in qualsiasi percentuale, salvo l'obbligo di soddisfare integralmente i creditori non aderenti

Non sono revocabili gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione di un accordo omologato

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

Depotenziamento dell'azione revocatoria

Nell'ambito della riforma, al fine di favorire le misure per la competitività, si è deciso di depotenziare l'azione revocatoria fallimentare per incentivare gli investimenti anche in quelle imprese teoricamente a rischio di insolvenza

Si è così deciso di dimezzare il “periodo sospetto” e di esentare dalla revocatoria tutti gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione degli strumenti utilizzati dall'imprenditore per risolvere la crisi e ristrutturare il proprio debito

- entro 12 mesi (in precedenza 24) dal fallimento sono revocabili gli atti “anomali “
- entro 6 mesi (in precedenza 12) dal fallimento sono revocabili gli atti “ordinari”

Non sono più revocabili:

- i pagamenti effettuati nei termini d'uso
- le rimesse su c/c bancario purchè non abbiano ridotto in maniera consistente e durevole l'esposizione
- le operazioni di credito su pegno
- gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione di una procedura concorsuale

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

Il “Piano di Risanamento” ex Art. 67 L.F.

- il nuovo art 67 L.F. Prevede l'esenzione dall'azione revocatoria fallimentare per gli atti, i pagamenti e le garanzie poste in essere in esecuzione di un “piano” idoneo a consentire:
 - il risanamento dell'esposizione debitoria, o
 - il riequilibrio della situazione finanziaria
- serve l'attestazione di un esperto, ma NON è necessaria l'omologa del Tribunale
- favorisce gli accordi stragiudiziali, prima difficilmente realizzabili a causa del rischio di revocatoria
- non c'è però il beneficio del divieto di azioni esecutive da parte dei creditori

Turnaround: riforma del Diritto Fallimentare

... e ancora

il D.Lgs 9 gennaio 2006 n.5 ha introdotto cambiamenti sostanziali nella disciplina fallimentare

- abrogazione dell'Amministrazione Controllata
- riforma del Concordato Fallimentare

Quest'ultimo presenta oggi profili interessanti:

- la proposta ai creditori può essere presentata da chiunque ne abbia interesse (creditore o terzo) senza l'accordo con l'imprenditore
- anche qui l'approvazione si ha con il voto favorevole del 51% dei creditori. Non ci sono però obblighi di rimborso minimo per i creditori dissenzienti
- vale inoltre la stessa libertà nella proposta ai creditori prevista dalla Legge Marzano (divisione in classi, cram down, assuntore, ecc.)



Allegato

Management & Capitali

- Holding di partecipazioni (Investment Company) e non fondo di investimento
- Quotata alla Borsa di Milano
- Capitale sociale: € 551 milioni
- Azionisti promotori:
 - Imprenditori/Investitori italiani (De Benedetti, Della Valle, BIM, Sopaf, Alessandri, Messina, Borghesi)
 - Investitori internazionali (Schroders, Ramius, Cerberus, Goldman Sachs)
 - Management
- Accordi di co-investimento (Cerberus/Goldman Sachs)

Management & Capitali

- Focus su imprese in crisi industriale e/o finanziaria di qualsiasi settore
- Esercizio del controllo sulle società partecipate
- Team con competenze complementari: Private Equity, M&A, General Management
- Partecipazione attiva al risanamento delle società partecipate
- Struttura di governance che consente rapidità nelle decisioni di investimento

Management & Capitali: l'investimento in Comital Saiag

- **Comital Saiag**
 - fatturato € 500 mln c.a.
 - produzione e commercializzazione di laminati in alluminio e prodotti per la conservazione alimentare e la pulizia domestica (marchi Cuki e Domopak)
- **Cause della Crisi**
 - Errata politica finanziaria:
 - sovraesposizione sul breve termine
 - delisting Saiag finanziato interamente a debito
 - Inadeguate politiche di copertura (prezzo alluminio +45% nel 2006)
 - Inefficienze produttive e gestionali
 - carenze nel controllo di gestione
 - problemi di adeguamento tecnologico delle produzioni
- **Intervento di M&C:** investimento finalizzato alla ristrutturazione operativa e finanziaria
- **Investimento:** € 47.4 mln in aumento di capitale per una quota del 66.5%
- **Accordo con il sistema bancario per**
 - il consolidamento a 10 anni di € 187 mln di debiti a breve termine
 - stralcio al 70% di altri debiti vs il sistema bancario
 - affidamento di nuove linee a breve per € 46 mln
- **Apporto manageriale di M&C:**
 - nuovo A.D.: Carlo Frau, partner di M&C
 - nuovo CdA: composto da 4 partners (su 7 membri) di M&C



Il Turnaround: nuove prospettive per le imprese italiane

Alberto Franzone

Castellanza, 8 novembre 2006