



Rapporto Italia 2004 | 2010

Si ringrazia:

ORLANDO ITALY

COMITATO SCIENTIFICO

---

Anna Gervasoni (Presidente)

Università Carlo Cattaneo – LIUC

Giuseppe Amoroso

APE – Associazione per il Progresso Economico

Alessandro Danovi

Università di Bergamo - OCRI

Lorenzo Stanghellini

Università di Firenze

TEAM DI RICERCA

---

Jonathan Donadonibus

Università Carlo Cattaneo – LIUC

Consuelo Scionti

Università Carlo Cattaneo – LIUC

Turnaround  
Monitor

---

2004-2010



## INTRODUZIONE

---

L'economia italiana è stata caratterizzata negli ultimi 10 anni da una crescita più bassa del PIL rispetto alla media dei principali paesi industrializzati occidentali. Tutti questi paesi hanno dovuto affrontare profondi cambiamenti, spesso strutturali, delle proprie economie per fronteggiare la competizione o, in realtà, cogliere l'opportunità del rapido sviluppo in atto in una serie crescente di paesi cosiddetti "emergenti".

Queste rapide e indispensabili ristrutturazioni hanno profondamente inciso sul modello di business delle aziende coinvolte, sulla loro organizzazione e, molto spesso, sulla struttura del capitale. Fusioni, aggregazioni, cambi della governance, investimenti e nuovo management hanno accelerato il cambiamento e favorito il riposizionamento competitivo di queste aziende.

In certi casi anche la forte crisi finanziaria del 2009, figlia prevalentemente della speculazione immobiliare, è stata l'elemento scatenante per iniziare e completare rapidamente i processi di riorganizzazione di una grande quantità di aziende in quasi tutti i settori economici.

In Italia questo processo di riorganizzazione non è iniziato insieme agli altri paesi e con la stessa forza e determinazione a causa, prevalentemente, della struttura del capitale delle aziende e di una cultura attendista, volta a preservare lo status quo.

La famosa e per certi versi mitizzata struttura familiare del capitalismo italiano è stata ed è tuttora elemento determinante nel frenare questi fondamentali cambiamenti, soprattutto per quanto riguarda la media azienda. Lo strutturale "nanismo" delle aziende italiane, la sottocapitalizzazione (favorita spesso dal sistema bancario che ha

finanziato generosamente progetti industriali limitati e quasi sempre fortemente orientati al mercato italiano) e la limitata separazione tra azionista e manager, la quasi totale assenza di management con reali deleghe e chiari obiettivi di creazione di valore sono gli elementi determinanti che rallentano il processo di cambiamento, elemento fondamentale per permettere una reale e significativa presenza nelle economie "emergenti" a forte crescita.

Questa ricerca ha il pregio di fotografare con accurata precisione una situazione sino ad oggi percepita da molti ma mai realmente analizzata. Il numero delle aziende che rientrano nella soglia "distressed" è molto elevato e, soprattutto, è cresciuto in maniera esponenziale dal 2008 al 2009. A fronte di ciò, non vi sono evidenti segnali che vi sia in atto un processo di "turnaround", sia industriale che finanziario, che permetta al sistema delle imprese italiane di presentarsi in modo competitivo all'impegnativa nuova sfida del mercato globale.

Il debito sia finanziario che operativo rimane elevato e superiore alla media delle aziende degli altri paesi e non si vede la forte volontà da parte del sistema economico italiano di incidere profondamente e accelerare questa necessaria riorganizzazione. Banche, politica e imprenditori cercano soprattutto di procrastinare il momento del reale cambiamento, pur potendo disporre di strumenti legislativi (legge fallimentare del 2005) tra i più avanzati e moderni nel mondo e di capitali dedicati a favorire questo fondamentale passaggio.

È difficile immaginare che la nostra economia possa cogliere le straordinarie opportunità offerte dalla globalizzazione e dalla domanda inarrestabile proveniente dai paesi emergenti senza questo cambiamento,

il quale permetterebbe alle eccellenze italiane, sempre forti e innovative, di affermarsi nuovamente e in modo stabile e duraturo tra i leader mondiali. E' altrettanto difficile immaginare come il necessario processo di aggregazione possa intervenire senza un rapido cambiamento di atteggiamento.

Speriamo che questa preziosa fotografia contribuisca a risvegliare l'orgoglio di quanti hanno a cuore il futuro e la prosperità dell'economia italiana contro la decadenza e la rassegnazione che invecchia il paese e lo spirito di tutti noi.

Enrico Ceccato  
Managing Partner Orlando Italy Special Situation

## PREMESSA AL RAPPORTO

---

Con questa prima edizione del Rapporto TaM<sup>®</sup> 2004-2010, l'Osservatorio Turnaround Monitor, attivo presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC di Castellanza, pubblica i risultati della propria attività di ricerca il cui obiettivo è stato quello di approfondire le caratteristiche di dettaglio dell'attività di ristrutturazione aziendale posta in essere in Italia da parte di investitori istituzionali in capitale di rischio.

Da un punto di vista strutturale il Rapporto si articola in tre macro sezioni principali.

La prima parte è dedicata all'analisi aggregata del mercato italiano degli investimenti di Turnaround effettuati nell'arco temporale compreso tra il 2004 e il 2010; tale indagine è stata realizzata attraverso la preventiva mappatura delle operazioni poste in essere, al fine di delineare le dinamiche alla base delle situazioni distressed nelle aziende target partecipate, le caratteristiche tipo degli investimenti, le loro modalità di origination nonché la quantificazione del mercato italiano per questa tipologia di investimento.

La seconda parte del Rapporto ha come oggetto, con riferimento ad alcuni dei principali tribunali italiani, l'analisi aggregata sul trend delle procedure concorsuali in corso e aperte nel biennio 2008-2009 (ultimi dati completi e omogenei disponibili), periodo criticamente caratterizzato dalle turbolenze finanziarie della crisi economica.

La terza parte, da ultimo, si focalizza sull'analisi di un campione rappresentativo di aziende del mid-market (il cui fatturato sia compreso tra 20 e 200 milioni di Euro), al fine di individuare potenziali situazioni

distressed latenti, ovvero, di identificare un sotto-insieme di imprese aventi performance economico, patrimoniali e finanziarie indicative di possibili interventi di ristrutturazione (leva eccessiva, scarsa patrimonializzazione, marginalità decrescente).

Infine, vogliamo ricordare come la pubblicazione del Rapporto rientri in un più ampio progetto di ricerca che l'Osservatorio Turnaround Monitor - TaM<sup>®</sup> svolge allo scopo di qualificarsi presso la stampa specializzata, gli addetti ai lavori e altre istituzioni come il principale punto di riferimento e centro di ricerca sulla materia oggetto di studio.





---

## LA METODOLOGIA

---

L'obiettivo della prima parte del progetto è stato quello di raccogliere, rielaborare ed analizzare una serie strutturata di informazioni di dettaglio relative alle operazioni di turnaround realizzate in Italia nel periodo di riferimento.

A tal fine, sono stati presi in considerazione gli investimenti "initial" realizzati da investitori istituzionali nel capitale di rischio di matrice privata classificabili come "special situation" (ristrutturazioni aziendali). Risultano, pertanto, esclusi dalla rilevazione:

- ✓ gli investimenti effettuati da società di investimento di matrice pubblica o para-pubblica;
- ✓ i reinvestimenti in società già partecipate dall'operatore indicato.

La metodologia ha previsto l'uso esclusivo di informazioni reperibili presso fonti pubbliche.

In particolare, con il termine "fonti pubbliche" si fa qui riferimento a tutte le modalità e gli strumenti attraverso cui vengono diffuse volontariamente informazioni relative all'attività di investimento.

Tutti i dati così raccolti sono stati oggetto di verifica incrociata, effettuata attraverso:

- ✓ il confronto tra le stesse o altre fonti informative (come ad esempio i bilanci delle società target);

- ✓ formali richieste di verifica e integrazione formulate agli investitori coinvolti nell'investimento mediante l'invio in forma schematica dei dati raccolti;
- ✓ richieste effettuate direttamente alle società target.

Al tempo stesso la pubblicazione dei dati, poiché provenienti da fonti pubbliche, non è stata soggetta ad alcuna preventiva approvazione da parte degli operatori monitorati.

Infine, per ogni operazione individuata le informazioni acquisite sono state suddivise nelle seguenti categorie:

a) caratteristiche del deal, nell'ambito delle quali si è distinto tra:

- ✓ il nome dell'impresa target, cioè l'impresa oggetto di investimento, cercando di indicare il nome della newco o della target che rendesse più facilmente riconoscibile l'operazione esaminata;
- ✓ il principale investitore istituzionale o lead investor, che rappresenta l'operatore che ha investito la quota maggiore di capitale o che ha promosso il sindacato di investitori coinvolti nel deal;
- ✓ l'ammontare di equity investito e la quota di capitale acquisita;
- ✓ gli eventuali coinvestitori, ovvero tutti gli altri investitori di matrice finanziaria istituzionale che sono stati coinvolti nell'operazione, con separata indicazione dell'ammontare di equity da questi investito e la relativa quota acquisita, laddove disponibile;
- ✓ l'origine del deal, ossia l'indicazione relativa all'attività cui è riconducibile la realizzazione dell'operazione.

b) caratteristiche dell'impresa target , nell'ambito delle quali si è distinto tra:

- ✓ la localizzazione geografica, con riferimento alla Regione in cui la target ha la sua sede;
- ✓ il settore industriale, codificato secondo la classificazione TaM<sup>®</sup> sviluppata sulla base di quella internazionale proposta dalla Standard Industrial Classification (SIC);
- ✓ la descrizione di dettaglio dell'attività svolta;
- ✓ il numero dei dipendenti alla data di investimento;
- ✓ il fatturato, individuato come ammontare dei "ricavi netti di vendita" all'anno d'investimento.
- ✓ l'EBITDA (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization), Margine Operativo Lordo all'anno di investimento;
- ✓ l'EBIT (Earnings Before Interest and Tax), Reddito Operativo all'anno di investimento;
- ✓ il rapporto EBITDA/Fatturato all'anno di investimento;
- ✓ il rapporto Debito/Equity relativo all'anno di investimento;
- ✓ il rapporto Debito/EBITDA all'anno di investimento;

Con riferimento all'analisi dello stock di procedure concorsuali attivate e già in essere nel biennio 2008-2009, si precisa che la scelta di tale orizzonte temporale è dipesa esclusivamente dalla disponibilità di dati pubblici utilizzabili ai fini della ricerca.

In particolare, il lavoro si sviluppa sulla base di una serie storica di dati messa a disposizione da UnionCamere e relativa al numero di procedure concorsuali aperte e in corso nel biennio in oggetto, nonché disaggregata per provincia del tribunale di appartenenza

Tali dati sono stati riaggregati per regione; successivamente, sono stati individuati tre intervalli significativi, al fine di identificare il livello di intensità del fenomeno in ciascuna regione.

Per le regioni in cui il fenomeno è risultato essere particolarmente intenso (variazione percentuale del numero di procedure tra il 2008 e il 2009 maggiore del 40%) la ricerca ha indagato in quali tribunali il numero di procedure aperte abbia superato una crescita del 50%; per essi l'analisi ha approfondito il livello di dettaglio sulla tipologia di procedura concorsuale, distinguendo tra fallimento, concordato preventivo, liquidazione coatta e amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi.

Per ognuna di queste tipologie si è estrapolato il numero di procedimenti in corso alla data di dicembre 2009 utilizzando gli archivi informatici dei tribunali.

Il mercato del  
Turnaround

---

Italia 2004-2010



---

## IL MERCATO E LE PRINCIPALI EVIDENZE

---

In termini aggregati, la ricerca ha permesso di individuare un totale di 38 società target partecipate nell'arco temporale compreso tra il 2004 e il 2010, per una media di circa 5,5 investimenti annui.

Nel dettaglio, considerando la distribuzione temporale, il 55% del campione risulta concentrato negli ultimi tre anni di rilevazione; mentre il numero di investimenti massimo è stato raggiunto nel corso del 2009, anno in cui sono state poste in essere 9 operazioni.

Considerando l'intero mercato del capitale di rischio, su 642 operazioni mappate per il medesimo periodo di riferimento dall'Osservatorio Private Equity Monitor – PEM<sup>®</sup>, l'incidenza media annua del segmento del Turnaround è risultata pari al 5%, con un picco del livello di attività al 16% sul totale del mercato registrato nel 2009.

Tale evidenza dimostra come il segmento del Turnaround, ancora ad oggi, rappresenti una nicchia del mercato del private equity, a conferma del fatto che tale tipologia di investimento non abbia ancora conquistato le quote di mercato ipotizzate in passato, anche alla luce della Riforma fallimentare del 2006 che sembrava aver gettato le basi per lo sviluppo di questa particolare forma di investimento.

Rispetto alle 38 società target rilevate nel periodo di riferimento, il numero di investitori attivi in Italia (sia Lead che Co-investor) è risultato essere complessivamente pari a 30, per un totale di 45 investimenti totali. In altri termini, ciò significa che in media, rapportando il totale degli investimenti sul numero degli investitori attivi, ciascun operatore ha

concluso 1,5 operazioni, evidenziando un discreto livello di concentrazione.

La distribuzione degli operatori per numero di investimenti effettuati mostra, infatti, un mercato in cui i primi 9 operatori hanno realizzato il 51% dell'attività (23 operazioni); ai restanti 21 operatori, invece, è attribuibile una frammentata quota di mercato, ottenuta portando a termine una sola operazione ciascuno nell'intero periodo di analisi.

In tale contesto sono pochi i fondi specializzati in turnaround che hanno svolto la propria attività d'investimento in modo continuativo e sistematico; ad essi è comunque riconducibile la leadership di mercato. La restante parte degli operatori attivi, composta da fondi di tipo generalistico, ha diversamente operato scelte d'investimento in logica opportunistica.

Sul fronte della nazionalità degli operatori attivi, si segnala come il 72% delle operazioni sia stato posto in essere da operatori italiani, mentre, il 28% faccia riferimento ad operatori stranieri.

In termini di diversificazione del rischio da parte degli operatori, circa il 16% degli investimenti (7 su 45 realizzati) risulta sindacato, e cioè vede la contemporanea partecipazione di due o più investitori nella società target.

---

## LE CARATTERISTICHE DELLE OPERAZIONI

---

Sotto il profilo della deal origination, da un lato si osserva come gli investimenti abbiano avuto origine prevalentemente da iniziativa privata (45%) o da cessione di rami d'azienda (34%); da un punto di vista della presenza o meno di una procedura concorsuale già avviata all'origine

dell'operazione emerge, invece, come il 58% dei deals sia stato concluso dagli operatori in presenza di situazioni critiche d'impresa, ma, in ogni caso, prima che l'azienda target fosse sottoposta a procedura concorsuale. Solamente il 18% delle operazioni risulta chiuso nell'ambito di amministrazioni straordinarie di grandi imprese in crisi, il 13% nell'ambito di fallimenti d'impresa e il restante 11% in presenza di ricorso al concordato preventivo.

Per quanto concerne la distribuzione per area geografica, Lombardia e Piemonte (26% delle operazioni ciascuno), e, a seguire, Emilia Romagna (13%), hanno complessivamente assorbito il 65% del mercato.

La distribuzione geografica così configurata, con un'evidente concentrazione di società target prevalentemente situate nel Nord Italia, ha dimostrato riflettere il trend evolutivo delle procedure concorsuali sul territorio emerso dalla seconda parte dello studio. L'analisi dei dati disponibili, infatti, ha messo in evidenza come l'andamento del numero delle procedure concorsuali ricalchi la distribuzione del tessuto imprenditoriale e industriale italiano.

#### LE CARATTERISTICHE DELLE SOCIETÀ TARGET

Con riferimento ai settori di intervento l'analisi aggregata sul periodo oggetto di studio mostra una stabile attenzione degli investitori nei confronti del tradizionale comparto dei beni di consumo (50% degli investimenti). Tale fenomeno evidenzia la tendenza degli investitori ad optare per società caratterizzate dalla presenza di una forte brand

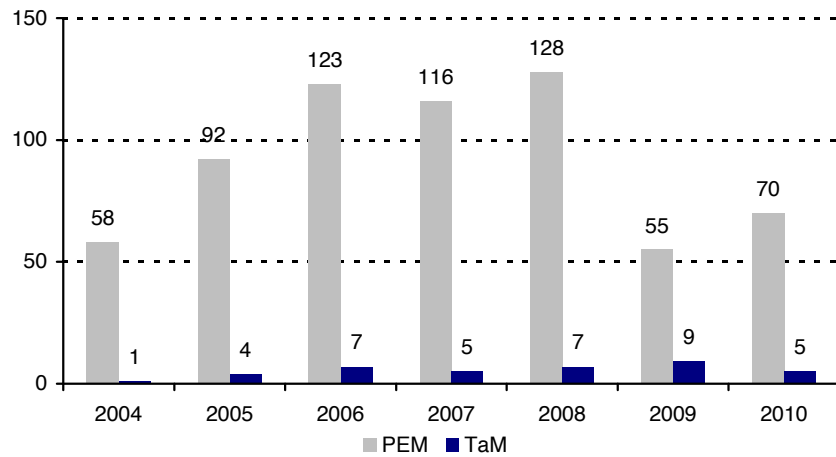
awareness, ovvero di una riconoscibilità del marchio a sostegno del commitment del fondo.

A seguire, nelle preferenze degli investitori, si posiziona il comparto dei beni per l'industria, con una quota pari al 16% del mercato.

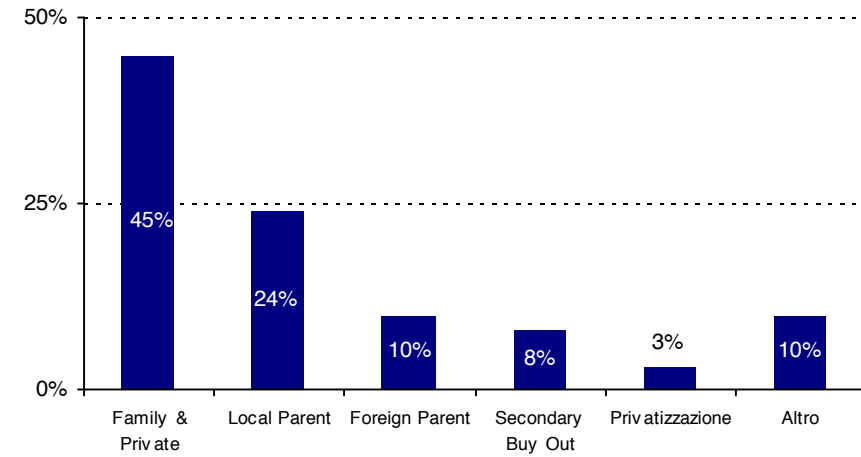
Riguardo alla dimensione delle società target, misurata in termini di fatturato, l'analisi aggregata fa rilevare come il 50% dell'attività d'investimento si sia concentrata su imprese con un fatturato entro i 30 milioni di Euro, percentuale che sale al 63% considerando livelli di ricavi fino a 50 milioni di Euro.

Infine, dal punto di vista della marginalità, è interessante notare che sul totale delle target partecipate, ben il 26% di esse risulta avere un rapporto EBITDA/Fatturato decisamente critico e superiore al -10%.

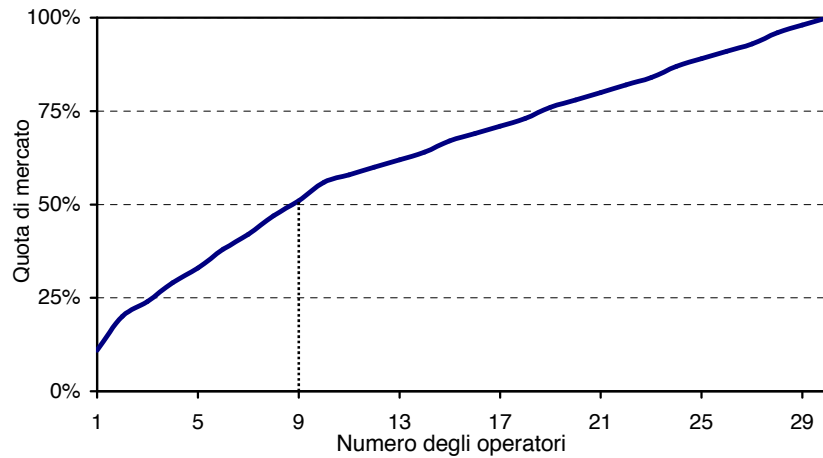
2004-2010: Incidenza % sul totale del mercato



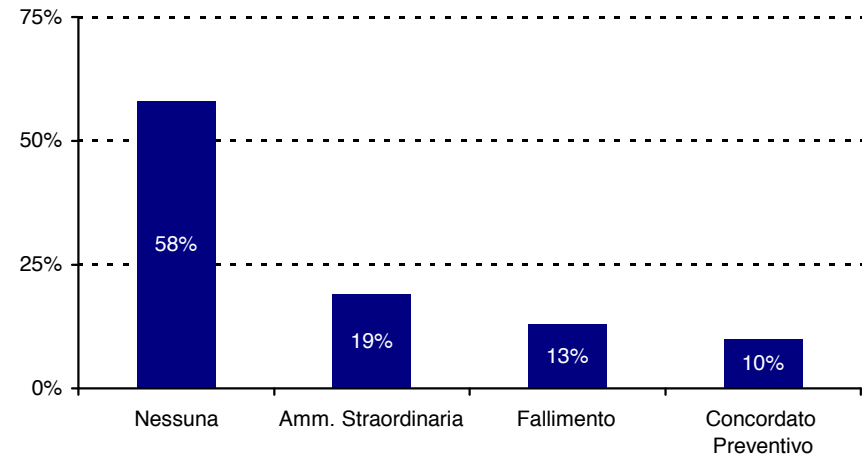
2004-2010: La distribuzione % delle target per deal origination



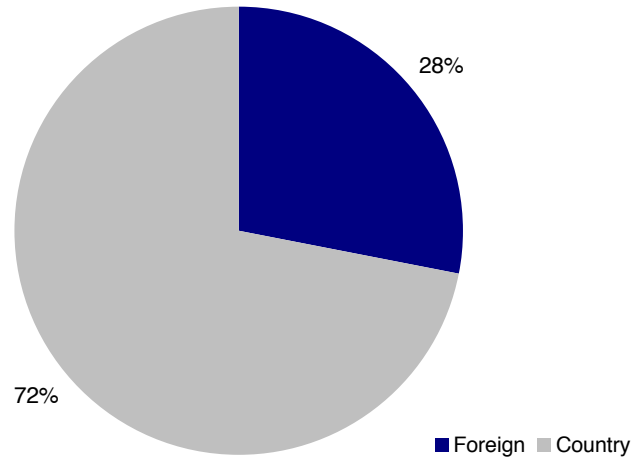
Il livello di concentrazione del mercato (2004-2010)



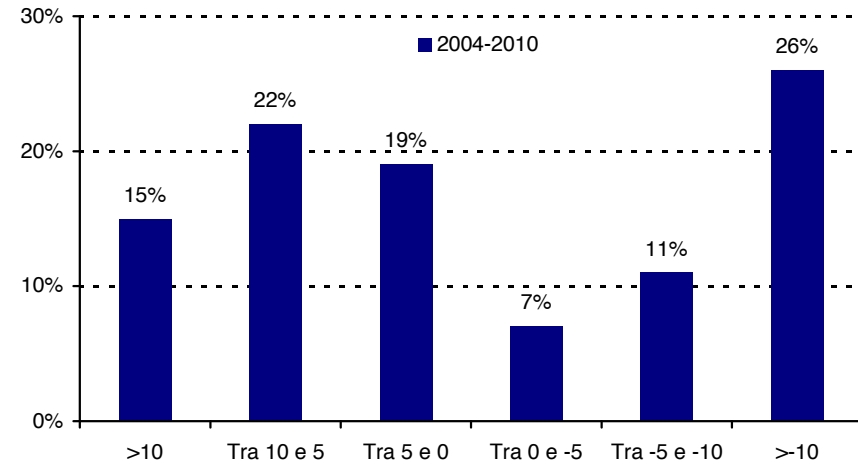
2004-2010: La distribuzione % delle target per procedura



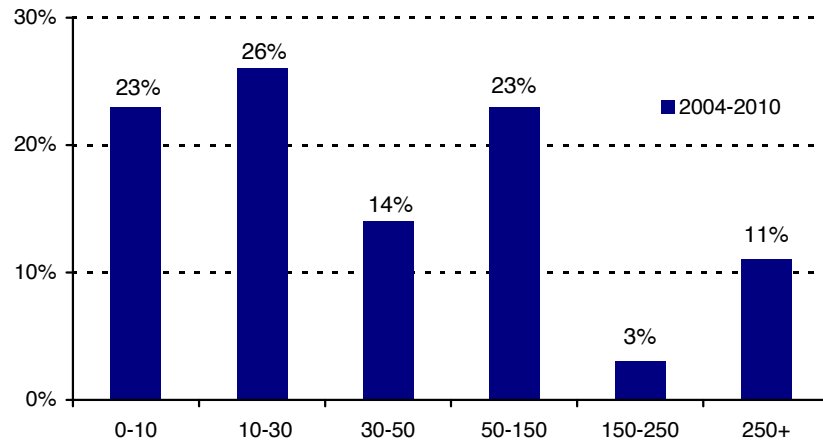
Nazionalità degli investitori (2004-2010)



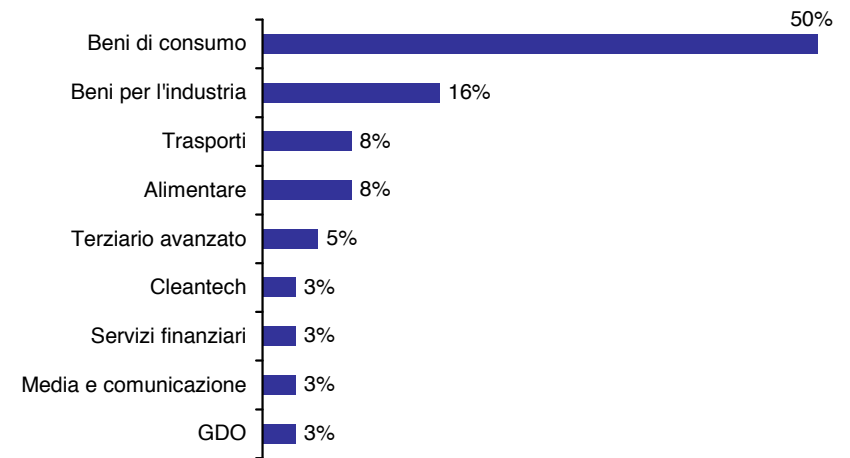
2004-2010: La distribuzione per classi di EBITDA Margin



2004-2010: La distribuzione % per classi di fatturato ( € Mln)



2004-2010: La distribuzione settoriale





2004-2010: La distribuzione geografica delle target





Il mercato del  
Turnaround

---

Deals 2004-2010

Investment Year	Target company	Lead Investor/Advisor	Invested amount (€mln)	Acquired stake (%)	Co-investors (Invested amount/€mln - %)	Deal origination	Geographical area (by Region)	Sector 1°level	Sector (SIC code)
2004	Cirio De Rica	MPS Venture SGR	12,0	22%	Sanpaolo IMI I.S. SGR (10 - 18%) BCC Private Equity SGR (5 - 9%)	Local parent	Campania	Food and beverage	Food and kindred products
2005	Mostardini	Absolute Venture	3,5	100%		Other	Toscana	Industrial products	Industrial and commercial machinery and computer equipment
2005	Jal	Goldman Sachs Capital Partners	50,0	100%	Bank of America Capital Partners Europe	Foreign Parent	Piemonte	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials
2005	Del Verde	IGI SGR	3,0	49%		Family & Private	Abruzzo	Food and beverage	Food and kindred products
2005	Di Zio Costruzioni Meccaniche	IGI SGR	1,0	47%	Sanpaolo IMI I.S. SGR	Family & Private	Abruzzo	Industrial products	Miscellaneous manufacturing industries
2006	Arquati	Synergo SGR		80%		Family & Private	Emilia Romagna	Consumer goods	Furniture and fixtures manufacturing
2006	Ciesse Piumini	GEM		100%		Secondary B-O	Piemonte	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials
2006	Cerruti	MatlinPatterson		100%		Local Parent	Piemonte	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials
2006	Olcese (Newcocot)	i2 Capital				Family & Private	Lombardia	Consumer goods	Textile mill products manufacturing
2006	Comital - Saiag	Management & Capitali		68%		Family & Private	Piemonte	Industrial products	Miscellaneous manufacturing industries
2006	Moncler	Mittel Private Equity	33,0	57%	Progressio SGR (22%)	Local Parent	Lombardia	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials
2006	GioStyle	Atlantis Capital Special Situations	13,0	100%		Family & Private	Lombardia	Consumer goods	Rubber and miscellaneous plastic products manufacturing
2007	Conbipel	Oaktree Capital Management		100%		Family & Private	Piemonte	Consumer goods	Leather and leather products manufacturing
2007	Sutor Mantellassi	Camelot		80%		Family & Private	Toscana	Consumer goods	Leather and leather products manufacturing

Detailed activity description	Employees (Inv. Year)	Sales (Inv. Year) (€ mln)	EBITDA (Inv. Year) (€ mln)	EBIT (Inv. Year) (€ mln)	EBITDA / Sales (Inv. Year)	Debt/Equity Ratio (Inv. Year)	Debt/EBITDA Ratio (Inv. Year)
Production of canned tomatoes	345	120,5	14,0	-1,3	11,6%		
Production of tannery machines	52	3,0		-0,3			
Manufacture and distribution of protective footwear	127	115,0	7,5	3,2	6,5%	3,9	3,9
Production of pasta	100	4,6	1,0	0,6	21,7%	2,2	15,2
Design, fabrication, installation and testing of tanks	98	13,8	-1,3	-1,6	-9,4%	1,4	-3,6
Production of canvas and furnishing for home	273	45,0					
Sportswear and leisurewear manufacturer	34	10,9					
Fashion and casual wear, brand and licenses	458	58,4	8,0	5,1	13,7%	1,2	2,8
Production of threads	216	5,4	0,4	0,1	7,4%	0,6	14,7
Production of thin and semi-thin aluminium rolled products, flexible packagings, metal-plastic yarns, electric cords and cables, food trays, housecleaning products and industrial textiles	1052	487,7	30,9	8,2	6,3%	5,9	7,4
Sportswear and leisurewear manufacturer		188,0	6,9	5,0	4,2%		
Production of plastic articles	167	37,0	0,6	-2,1	1,6%		
Clothes and leather goods production and distribution	1824	292,0	30,6	12,3	10,5%	1,2	1,8
Production of high quality shoes		1,2	0,1	0,0	4,2%	1,5	14,8

Deals 2004-2010

Investment Year	Target company	Lead Investor/Advisor	Invested amount (€mln)	Acquired stake (%)	Co-investors (Invested amount/€mln - %)	Deal origination	Geographical area (by Region)	Sector 1°level	Sector (SIC code)
2007	Bruno Magli	Fortelus Capital		100%		Secondary B-O	Emilia Romagna	Consumer goods	Leather and leather products manufacturing
2007	Wings (Bear - Maui and Sons - Rietveld)	Atlantis Capital Special Situations	4,0	100%		Family & Private	Emilia Romagna	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials
2007	Tanino Crisci	Camelot		100%		Family & Private	Lombardia	Consumer goods	Leather and leather products manufacturing
2008	Gruppo Luigi Botto	Management & Capitali		92%		Local parent	Piemonte	Consumer goods	Textile mill products manufacturing
2008	CAI (Compagnia Aerea Italiana)	Equinox		6%		Privatization	Lazio	Transportation	Transportation services
2008	Allegri	Orlando Italy		40%		Family & Private	Toscana	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials
2008	D Lazzaroni & C	Ferax Merchant	25,0	90%		Local parent	Lombardia	Food and beverage	Food and kindred products
2008	Teksid (Via Fiat Avio)	Cinven		100%		Local parent	Piemonte	Industrial products	Miscellaneous manufacturing industries
2008	Gruppo Venturini	i2 capital	15,5	85%		Family & Private	Emilia Romagna	Other professional and social services	Business services
2008	Gruppo Favini	Orlando Italy		60%		Family & Private	Veneto	Consumer goods	Paper and allied products manufacturing
2009	White Star	Orlando Italy	8,0	65%		Family & Private	Piemonte	Media and communication	Printing, publishing, media and allied industries
2009	Banca Profilo	Sator	70,0	51%		Family & Private	Lombardia	Financial services	Security and commodity brokers, dealers, exchangers and services
2009	Saffilo	Hal Investments		51%		Local parent	Veneto	Consumer goods	Measuring, analyzing and controlling instruments; photographic, medical and optical goods; watches and clocks manufacturing
2009	Selective Beauty	Orlando Italy		30%		Other	Lombardia	Retail and wholesale trade	Wholesale trade, durable goods

Detailed activity description	Employees (Inv. Year)	Sales (Inv. Year) (€ mln)	EBITDA (Inv. Year) (€ mln)	EBIT (Inv. Year) (€ mln)	EBITDA / Sales (Inv. Year)	Debt/Equity Ratio (Inv. Year)	Debt/EBITDA Ratio (Inv. Year)
Clothes, leather goods, footwear production and distribution	327	45,2	-5,5	-11,0	-12,2%	Neg.	-2,4
Production and commercialization of sportswear and beachwear	78	17,2	1,5	1,3	8,7%	4,4	3,5
Production of high quality shoes	70	10,0					
Miscellaneous textile products	288						
Airlines company		500,0	33,3		6,7%		
Production of sportswear and rainwear	144	22,5	-0,7	-1,5	-3,1%		
Productions of cookies, spirits, aromas, extras and colours for confectionery	220	28,0	-2,1	-6,0	-7,5%	29,0	-9,9
Manufacturing and selling of ferrous and non-ferrous metals	200	13,8	-4,6	-5,8	-33,3%	0,1	
Direct marketing services	510	75,0					
Production of paper and kindred products	479	70,8	10,8	4,4	15,3%		
Illustrated books printing and commercialisation	94	22,3	-1,0	-5,6			
Investment Bank specialised in Private Banking, Investment Banking and Capital Markets	208						
Production and distribution of sunglasses and prescription eyewears	8804	1148,0	130,9	87,0	11,4%	1,2	3,2
International perfumes and cosmetics licence and distributor		12,1	0,9	0,4	7,4%		

Deals 2004-2010

Investment Year	Target company	Lead Investor/Advisor	Invested amount (€mln)	Acquired stake (%)	Co-investors (Invested amount/€mln - %)	Deal origination	Geographical area (by Region)	Sector 1°level	Sector (SIC code)
2009	Manucor	Intesa Sanpaolo				Secondary B-O	Lombardia	Industrial products	Rubber and miscellaneous plastic products manufacturing
2009	Desa	Atlantis Capital Special Situations				Foreign parent	Veneto	Industrial Products	Miscellaneous manufacturing industries
2009	Atitech (Via Manutenzioni Aeronautiche)	Meridie Investimenti	12,5	75%		Local parent	Campania	Transportation	Transportation services
2009	ME Making Energy (Già Ecostream Italia)	Atlantis Capital Special Situations	10,5	100%		Foreign parent	Piemonte	Cleantech	Miscellaneous eco-services
2009	Cargo Italia (Via Alis Areolinee Italiane)	Intesa Sanpaolo		33%		Local parent	Lombardia	Transportation	Transportation Services
2010	Cantiere del Pardo (Via Bavaria)	Oaktree Capital Management		70%	Anchorage Advisors	Other	Emilia Romagna	Construction	Heavy construction other than building - Contractors
2010	Effezeeta	Novium		53%		Family & Private	Friuli	Consumer goods	Furniture and fixtures manufacturing
2010	Ladbrokes Italia (Via Cogetech)	Orlando Italy			Investindustrial	Foreign Parent	Lombardia	Other professional and social services	Services - Miscellaneous amusement and recreation
2010	Minotti Cucine	Opera SGR	7,0	100%		Family & Private	Veneto	Consumer goods	Furniture and fixtures manufacturing
2010	Jal	Progressio SGR		90%		Other	Piemonte	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials



Detailed activity description	Employees (Inv. Year)	Sales (Inv. Year) (€ mln)	EBITDA (Inv. Year) (€ mln)	EBIT (Inv. Year) (€ mln)	EBITDA / Sales (Inv. Year)	Debt/Equity Ratio (Inv. Year)	Debt/EBITDA Ratio (Inv. Year)
Manufacturing and distribution of LLDPE stretch film and BOPP film	263	142,8	7,9	-29,0	5,5%	Neg.	11,1
Production of professional heater	23	20,0	0,8	0,5	4,0%		0,2
Repair station providing heavy maintenance services on narrow body aircraft	658	47,6	-4,7	-13,0	-9,9%		
Epc contractor for energy plants	10	1,7	-0,5	-0,5	-29,4%	0,4	
Airplane transportation of goods	80						
Design and production of luxury sailboats		78,0	-7,3	-23,8	-9,3%	0,3	-0,9
Production and distribution worldwide of a vast range of multi-purpose chairs, tables and furnishing accessories in wood and metal.	176	32,8	-3,5	-5,3	-10,7%	Neg.	-5,0
Management of on-line gaming and betting	156	36,2	-9,2	-29,6	-25,4%	0,0	0,0
Production of kitchen	42	3,5	-3,0	-3,5	-85,7%	Neg.	-1,9
Manufacture and distribution of protective footwear	107	129,3	-2,1	-2,7	-1,6%	0,7	-3,5

Deals 2004-2010





# Le procedure concorsuali



## LE PROCEDURE CONCONSUALI IN ITALIA

---

L'analisi del trend delle procedure concorsuali effettuata sulla base dei dati aggregati messi a disposizione da Unioncamere evidenzia, tra le regioni italiane maggiormente colpite dal fenomeno oggetto di studio, quelle appartenenti al Nord Italia.

Nello specifico, all'interno dell'area Nord Italia, è possibile individuare due fasce: la prima, comprendente Piemonte, Veneto e Lombardia, che si attesta su un incremento percentuale del numero di procedure tra il 2008 e il 2009 compreso tra il 30-35%, dimostrando una relativa solidità del tessuto imprenditoriale di fronte alle turbolenze che hanno caratterizzato i mercati; la seconda di esse, composta da Friuli, Trentino, Emilia, Liguria e Val d'Aosta, che rileva, invece, incrementi percentuali oltre il 40%. Per queste regioni, appartenenti al range critico che identifica valori di crescita delle procedure concorsuali oltre il 40% (Valle d'Aosta +109%, Liguria +53%, Friuli +49%, Trentino Alto Adige +41% ed Emilia Romagna +41%), i dati di dettaglio disaggregati per provincia di riferimento evidenziano in quali tribunali il livello di attività è risultato essere particolarmente accelerato. In Emilia Romagna le variazioni percentuali più considerevoli si osservano a Reggio Emilia (+74%) e Bologna (+73%); in Liguria le province più esposte risultano essere Imperia (+142%) e Genova (+53%). A Nord-Est, infine, emergono Trento (+79%), Udine (+55%), e Gorizia (+113%).

La dinamica regionale del trend di procedure nel Centro Italia rileva, all'interno del medesimo intervallo di criticità, Marche (+42%) e Molise (+49%); a livello provinciale, il peso preponderante sulla variazione è esercitato dai tribunali di Pesaro e Urbino (+61%) e Fermo (+53%).

Il Sud Italia, area in cui la presenza di imprese decresce progressivamente, appare, invece, una zona non particolarmente problematica di fronte all'aumentato livello di ricorso alle procedure concorsuali, attestandosi complessivamente su variazioni percentuali comprese tra il 10% (Basilicata) e il 22% (Sardegna).

Sotto il profilo dello stock di procedure, la ricerca, effettuata utilizzando gli archivi elettronici del campione di tribunali analizzati, ha evidenziato, sull'intero territorio nazionale, una marcata predominanza del ricorso al fallimento. In via residuale, e con ampio margine di distanza, sono susseguiti l'utilizzo del concordato preventivo e il ricorso ai procedimenti di amministrazione straordinaria.

Queste tendenze sottolineano come, indipendentemente dalle scelte dei fondi d'investimento, il tessuto imprenditoriale nazionale rimanga ancora fortemente ancorato al tradizionale meccanismo del fallimento, evidenziando la scarsa propensione ad intervenire (ad esempio per il tramite del concordato preventivo) in tempi in cui la propria impresa non risulti ancora in stato di insolvenza.

2008-2009: Trend procedure concorsuali in Nord Italia

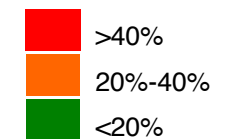
	2008	2009	Δ%
Valle d'Aosta	11	23	+109%
Piemonte	555	747	+35%
Liguria	170	260	+53%
Lombardia	1.756	2.346	+34%
Emilia Romagna	649	913	+41%
Veneto	836	1091	+31%
Friuli Venezia Giulia	249	372	+49%
Trentino Alto Adige	135	190	+41%

2008-2009: Trend procedure concorsuali in Sud Italia

	2008	2009	Δ%
Puglia	508	595	+17%
Campania	702	810	+15%
Calabria	267	324	+21%
Basilicata	62	68	+10%
Sicilia	684	685	0%
Sardegna	131	160	+22%

2008-2009: Trend procedure concorsuali in Centro Italia

	2008	2009	Δ%
Toscana	688	837	+22%
Umbria	181	220	+22%
Lazio	888	1.012	+14%
Marche	344	487	+42%
Abruzzo	211	285	+35%
Molise	35	52	+49%





# Potenziali distressed in Italia





## LE POTENZIALI SITUAZIONI DISTRESSED IN ITALIA

L'obiettivo di questa sezione di analisi è stato quello di indagare la presenza di possibili situazioni distressed latenti nel contesto del sistema industriale italiano.

La metodologia adottata ha previsto la selezione di un campione di imprese estrapolate dal Database AIDA sulla base delle seguenti assumptions:

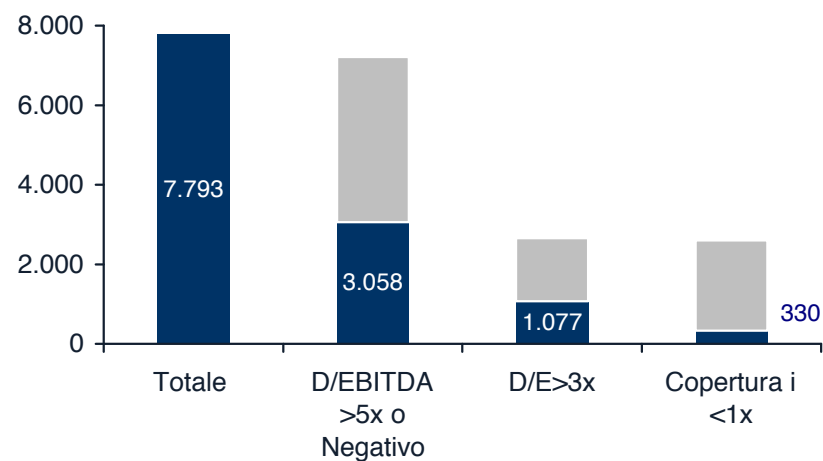
- ✓ utilizzo dei bilanci 2009;
- ✓ ricavi di vendita compresi tra 20 Mln € e 200 Mln €;
- ✓ forma giuridica di società di capitali;
- ✓ esclusione dei bilanci consolidati;
- ✓ scelta dei settori secondo classificazione ATECO 2007, con esclusione delle attività relative all'agricoltura e alle estrazioni, delle attività immobiliari, dei servizi finanziari, legali e consulenziali, nonché delle attività attinenti alla sfera sociale.

Il campione così individuato è risultato essere composto da 7.793 imprese; su questo set di società sono stati successivamente applicati in progressione i seguenti tre indici di scrematura, utilizzando per ciascuno una soglia limite al di sopra della quale si è ritenuto che l'impresa gravi in una situazione oggettiva di tensione finanziaria:

1. Debito/EBITDA > 5x o negativo;
2. Debito/Equity > 3x;
3. Copertura degli interessi < 1x;

Pertanto, utilizzando i dati delle 7.793 imprese del campione relativi al rapporto Debito/EBITDA e applicando il limite soglia individuato, si sono isolate 3.058 imprese (39% del campione) in potenziale stato di distressed conclamato.

2009: Dal campione alle potenziali situazioni distressed



Di queste società è stato testato il grado di patrimonializzazione, definendo come valore soglia tra situazioni distressed conclamate e non il valore di 3x. Tale criterio ha ulteriormente scremato il campione a 1.077 imprese (corrispondenti al 35% del sottocampione e al 14% del campione totale). Per questo numero di imprese, che hanno risultato soddisfare entrambe le condizioni, è stata misurata la capacità di rimborso degli interessi sul debito attraverso l'indice di copertura degli interessi, selezionando quelle il cui valore di riferimento fosse minore di 1x.

A conclusione di ciò, le imprese del campione che hanno soddisfatto contemporaneamente le tre condizioni, evidenziando in tal senso una problematica condizione di salute finanziaria, sono risultate essere pari a 330 (equivalente al 4% del campione totale).

Dopo aver individuato le potenziali situazioni distressed conclamate, si è cercato di approfondire la dinamica del campione complessivo tra il 2008 e il 2009.

Considerando il solo rapporto Debito/EBITDA, nel 2008 le imprese che presentavano un rapporto maggiore di 5x o negativo erano 2.190. Questo significa che circa 1.000 imprese hanno peggiorato il loro profilo economico - finanziario tra il 2008 e il 2009.

Circa le dinamiche delle imprese che negli ultimi due anni hanno visto peggiorare il loro indice Debito/EBITDA senza tuttavia sfiorare il limite soglia pari a 5x, è possibile isolare ulteriori 192 società che potrebbero in futuro trovarsi in situazioni "critiche". La percentuale totale di imprese in potenziali condizioni distressed, quindi, risulterebbe pari a 3.250 imprese (41% del campione totale).

2008-2009: La dinamica del campione e potenziali distressed

	Anno 2009	Anno 2008	
Condizione	D/EBITDA > 5x o negativo	D/EBITDA > 5x o negativo	2.190

	Anno 2009	Anno 2008	
Condizione	4x < D/EBITDA < 5x	D/EBITDA < 4x	192

Successivamente, per completare il quadro di analisi, si è proceduto a confrontare il profilo medio delle 330 imprese in precedenza individuate con il profilo medio delle 192 imprese che hanno peggiorato le proprie performance.

Distressed conclamati / società peggioramento

	Conclamati	2009	2008
Ricavi di vendita (€ Mln)	34,1	37,6	42,7
EBITDA (€ Mln)	-0,4	1,9	2,3
EBITDA Margin	-1,2%	5,0%	5,9%
Utile d'esercizio (€ Mln)	-2,2	0,1	0,3
D/EBITDA	Negativo	4,4x	2,8x
D/E	4,9x	1,3x	1,1x
Copertura interessi	0,6x	5,1x	5,0x
Durata del ciclo del circolante	72gg	47gg	45gg

Da questo confronto è emerso come, a fronte dell'incremento di circa un terzo del rapporto medio Debito/EBITDA (da 2,8x a 4,4x) tra il 2008 e il 2009, gli elementi discriminanti nell'identificazione dello stato di salute delle imprese in peggioramento rispetto ai distressed conclamati siano principalmente due: in primis, l'ordine del rapporto delle fonti di finanziamento Debito/Equity, che si attese ancora su un livello di parità (1,3x) rispetto al valore medio 4,9x dei distressed conclamati; e, a seguire,

la capacità di far fronte alla copertura degli interessi sul debito, che nei potenziali distressed misura un valore medio di 5,1x rispetto allo 0,6x dei conclamati.

Note

A series of horizontal dotted lines for writing notes.

# Note

A series of 25 horizontal dotted lines for writing notes.



Orlando Italy è un fondo di private equity dedicato alle special situations. E' promosso da un team di professionisti e di manager industriali e finanziari che vantano esperienze specifiche di lungo termine nella soluzione di situazioni complesse. Orlando Italy ha a disposizione fondi per 200 milioni di Euro per investimenti da effettuare in Italia. Oltre a Favini, Orlando Italy ha in portafoglio il marchio di abbigliamento Allegri, la società di organizzazione eventi Globe Event Management (GEM), Perfume Holding, risultante dall'integrazione tra Morris Profumi e Selective Beauty, Cogetech, terzo operatore in Italia nel mercato delle slot machines e videolotteries, e la casa editrice Edizioni White Star.

[www.orlandoitaly.com](http://www.orlandoitaly.com)

Università Carlo Cattaneo – LIUC , fondata nel 1991 su iniziativa dell'Unione degli Industriali della Provincia di Varese, ha come punto di forza uno stretto legame con le imprese e con il mondo professionale, nonché una marcata vocazione internazionale. La LIUC con le facoltà di Economia, Giurisprudenza e Ingegneria, Centri di Ricerca, Laboratori e Osservatori propone corsi di laurea e laurea magistrale, master universitari, corsi di formazione permanente e ricerca su commessa. Tra i master attivati è presente quello in Merchant Banking, specificamente pensato per incontrare la domanda crescente di professionisti espressa dalle banche di investimento, da società di Private Equity e Venture Capital e da Società di Gestione del Risparmio. In questo ambito, l'obiettivo dell'Osservatorio Turnaround Monitor è quello di approfondire l'attività di ristrutturazione aziendale posta in essere in Italia da parte di investitori istituzionali in capitale di rischio, indagando le dinamiche alla base delle situazioni distressed nelle aziende target partecipate.

[www.liuc.it](http://www.liuc.it)

## CONTATTI



Consuelo Scionti Turnaround Monitor – TaM®  
c/o Università Carlo Cattaneo – LIUC  
Corso Matteotti 22 21053 Castellanza (VA)  
tel +39.0331.572.485 fax +39.0331.572.260  
tam@liuc.it