

Il potenziale inespresso del comparto del turnaround nel nostro Paese

Nonostante il 55% delle imprese con ricavi fino a 200 milioni di euro peggiori l'indebitamento e alimenti il bacino distressed, questo segmento non decolla

di Jonathan Donadonibus, Marco Meli*

La società

Osservatorio Turnaround Monitor TaM® è un osservatorio nato nel 2010 presso l'Università Cattaneo - Liuc e svolge la propria attività di ricerca nell'ambito delle special situation, monitorando le ristrutturazioni aziendali e i turnaround realizzati in Italia.

Le turbolenze finanziarie sono uno scenario consolidato, le cifre sono inequivocabili: tra gennaio e settembre 2012 sono uscite dal mercato circa 55 mila aziende, 200 imprese al giorno secondo gli studi di Cerved Group.

Un dato ancor più rilevante consta nelle procedure concorsuali non fallimentari, che nei primi nove mesi del 2012 contano 1.540 casi, con una crescita del +16,2% degli accordi di ristrutturazione del debito.

Alla luce delle precedenti considerazioni quantitative sembrerebbe un periodo in cui non manchino le opportunità di *origination* per il comparto del turnaround, segmento dedicato ai piani di ristrutturazione e rilancio di aziende in difficoltà, ma il mercato denota invece performance differenti e rappresenta ancora oggi una nicchia del private equity italiano. Su un totale di 219 operazioni realizzate negli ultimi tre anni dal private equity italiano, solo il 5,5% è riconducibile all'ambito del turnaround.

Dando spazio alle evidenze qualitative si veda il track record del triennio 2010/2012 (III trimestre) mappato dal Tam®, l'Osservatorio di Turnaround Monitor attivo dal 2010 presso l'Università Cattaneo Liuc (vedi tabella 1 a pag. 43).

Gli unici fondi specializzati nel segmento del turnaround in Italia sono Orlando Italy e Atlantis Capital Special Situations, quest'ultimo inattivo in termini di nuovi investimenti dal 2009. Essi rappresentano gli attori maggiormente attivi sul panorama italiano, avendo chiuso nell'ordine 7 e 8 investimenti.

Emerge invece un approccio opportunistico da parte di fondi italiani (e stranieri) tradizionali. Al fine di circoscrivere un potenziale mercato per i fondi di turnaround, si è proceduto con l'individuazione di possibili situazioni *distressed* latenti nell'ambito del sistema industriale italiano. È stato selezionato un campione di partenza di 9.488 imprese italiane aventi volumi di ricavi nel 2011 tra 20 e

200 milioni di euro: il 55% di queste presenta un rapporto debito/Ebitda >5x o negativo (5.215 imprese), dato in forte ascesa se confrontato con le 3.334 imprese del 2010.

Il campione così residuale di società è stato successivamente filtrato sulla base del rapporto Debito/Equity >3x o negativo, contando così 1.288 imprese (13,6% del campione iniziale). L'ultima discriminante è legata alla capacità di rimborso degli interessi sul debito, considerando le imprese aventi un indice di copertura degli interessi <1x è emerso un range di 248 imprese (2,6%) che versano in uno status di distressed finanziario conclamato.

Replicando la stessa analisi per l'anno 2010 sul medesimo campione di partenza, figurano invece 185 aziende in crisi (1,9% del campione di partenza) e si evince pertanto un deterioramento delle condizioni economico/finanziarie altresì visibile nel grafico comparativo (vedi grafico 1 a pag. 43).

Nella fattispecie si segnala un peggioramento della sostenibilità del debito a cavallo dei due anni, il tasso di mortalità rappresentato da Debito/Ebitda si arricchisce infatti nel corso del 2011 di circa 2.000 imprese, mentre 63 imprese hanno visto peggiorare la propria struttura finanziaria. In entrambi gli esercizi, 77 imprese versano in uno status di distressed conclamato.

Con riferimento alle dinamiche economiche e reddituali, nonostante vi sia un maggior numero d'impresе in sofferenza, vi è un discreto miglioramento in termini di profilo medio (vedi tabella 2 a pag. 44). Si può notare come nel 2011 vi è un incremento dei ricavi di vendita (+14%), anche se i segnali più incoraggianti emergono sotto il profilo della redditività: Pfn in miglioramento di circa 1 milione di euro, contenimento dell'esposizione dell'Ebitda e perdite 2011 in calo del 3,5% che si assestano a una soglia di 1,1 milioni di euro.

Gli indicatori di redditività confermano

TRACK RECORD DEGLI INVESTIMENTI DI TURNAROUND NEL TRIENNIO 2010-2012

| Anno inv. | Target partecipata | Investitore principale | Co-investitore |
|-----------|----------------------------------|----------------------------|--------------------|
| 2012 | Fnac Italia | Orlando Italy | |
| 2012 | Limoni profumerie | Orlando Italy | Bridgepoint |
| 2012 | Zen fonderie | Overseas Industries | |
| 2011 | Cesare Ragazzi | Advicorp Limited | |
| 2011 | Gruppo Veneziani | Apep | |
| 2011 | Iana (Via Coin) | Bc Partners | |
| 2011 | Manzardo | Hadleigh Partners | |
| 2010 | Cantiere del Pardo (Via Bavaria) | Progressio Sgr | |
| 2010 | Effezeza | Oaktree Capital Management | Anchorage Advisors |
| 2010 | Jal | Novium | |
| 2010 | Ladbrokes Italia (Via Cogetech) | Orlando Italy | Investindustrial |
| 2010 | Minotti Cucine | Opera Sgr | |

Fonte: TaM®

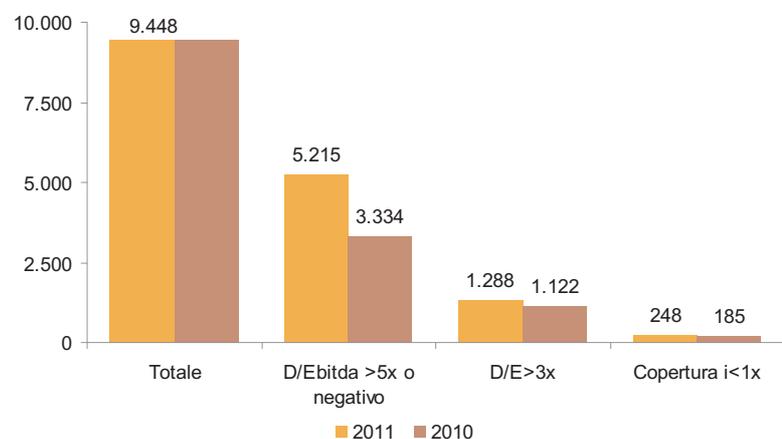
Tabella 1

un trend analogo poiché si assiste a un miglioramento tra il 2010 e il 2011 dell'Ebitda Margin che passa da -0,7% a -0,1%, miglioramento riscontrato anche per le dinamiche concernenti la durata del ciclo circolante che si riduce di 10 giorni assestandosi a 65 giorni. Con riferimento ai distressed conclamati, le principali problematiche sono legate all'eccessiva dimensione dei debiti, tant'è

che la posizione finanziaria netta è di circa 15 milioni di euro, la situazione di stress finanziario è altresì confermata dal grado di copertura degli interessi che è pari a 0,2x.

Più preoccupanti i numeri a livello aggregato, le 248 imprese in tensione finanziaria rappresentano un fatturato aggregato di oltre 12 miliardi di euro per un indebitamento di 5 miliardi di euro e una

2011 VS 2010: DINAMICA DEI POTENZIALI DISTRESSED



Fonte: TaM®

grafico 1

2011 vs 2010 vs CONCLAMATE: PROFILO MEDIO DEI DISTRESSED

| | 2011 | 2010 | Conclamate |
|--------------------------------------|--------|--------|------------|
| Ricavi di vendita (Mln) | 34,72 | 30,48 | 37,03 |
| Ebitda (Mln) | -0,01 | -0,19 | -0,02 |
| Ebitda Margin (%) | -0,10% | -0,70% | -0,07% |
| Posizione finanziaria netta (Mln) | 11,52 | 12,59 | 14,39 |
| Utile d'esercizio (Mln) | -1,09 | -1,13 | -1,06 |
| Debito/Ebitda (x) | Neg. | Neg. | Neg. |
| Debito/Equity (x) | 6,4x | 6,6x | 8,3x |
| Copertura interessi (x) | 0,6x | 0,6x | 0,2x |
| Durata del ciclo del circolante (gg) | 65gg | 75gg | 66gg |

Fonte: TaM®

Tabella 2

perdita cumulata di oltre 750 milioni di euro nel 2011. I lavoratori alle dipendenze delle sopracitate imprese sono quantificabili in 50.000.

Nell'ottica di un'analisi top down è ora opportuno analizzare i settori maggiormente rappresentati dalle imprese in difficoltà: il 47% opera nell'ambito della distribuzione organizzata con un picco nel commercio all'ingrosso.

Il comparto dei beni industriali rappresenta il 25% dei distressed con una particolare concentrazione nei settori automotive e metallurgici. Le restanti imprese sono invece frammentate da un punto di vista settoriale.

Dando uno sguardo alla distribuzione geografica, il 60% delle aziende in crisi è distribuito tra Emilia Romagna (11%), Veneto (13%) e Lombardia avente un eloquente 36% dei distressed. Nel resto della Penisola non vi sono particolari criticità.

In conclusione è doveroso interrogarsi sul perché il mercato del turnaround italiano risulta essere sottodimensionato.

In primis bisogna segnalare l'elevato livello di rischio legato delle operazioni di turnaround, basti pensare al fatto che le potenziali target versano in uno stato di sofferenza finanziaria, hanno intrapreso procedure concorsuali o vi è la necessità di ridefinirne radicalmente la struttura organizzativa.

Conseguenza di ciò, i tradizionali fondi di

private equity non dispongono di una struttura operativa compatibile o non hanno una così elevata propensione al rischio, mentre i fondi dedicati alle special situation sono una ridotta minoranza. Difficile il contributo di operatori stranieri a causa della complessità del quadro normativo legale e tecnico che caratterizzano tale tipologia di investimento e, come detto, gli interventi esteri sono spesso contraddistinti da una logica puramente opportunistica.

In secundis vi è un problema di tempistica poiché a causa della difficoltà di manager e imprenditori nel cogliere e affrontare per tempo i segnali di un potenziale stato di insolvenza, ritardano il possibile ricorso a operatori specializzati. La logica conseguenza è l'impossibilità di una proficua ristrutturazione poiché il deficit è ormai divenuto insanabile. Le stesse banche, pur interagendo e dialogando con le imprese, non dispongono di un livello di conoscenza delle realtà aziendali sufficiente a prevenire e diagnosticare il sopraggiungere di una situazione di crisi. In ultima battuta è quindi doveroso auspicare una diffusione del comparto del turnaround in Italia poiché, in uno scenario caratterizzato da generalizzata difficoltà nel fare nuove imprese, è di vitale importanza consolidare e preservare il tessuto industriale preesistente.

***TAM® - Turnaround Monitor**