

TaM[®]

TURNAROUND MONITOR

Rapporto Italia 2011

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

Marco Meli

Università Carlo Cattaneo – LIUC

Turnaround
Monitor

2011

INTRODUZIONE

Nel 2011 la crescita dell'economia mondiale nel suo complesso ha evidenziato segnali di rallentamento determinati in gran parte dalla profonda crisi dell'area Euro.

In questo contesto l'economia italiana ha sofferto particolarmente e nel quarto trimestre dell'anno è entrata ufficialmente in recessione. Questa grave e pesante situazione è stata certificata dall'andamento dello Spread tra i titoli di stato italiani e i Bund tedeschi che ha toccato livelli record e ha portato al cambio di governo con l'insediamento della squadra di ministri "tecnici" capitanata da Mario Monti. Il governo ha così dato il via a un'opera di ristrutturazione delle finanze pubbliche seguendo le linee guida dettate dalla Comunità Europea e dalle principali organizzazioni economiche mondiali.

Il programma prevede il varo di alcune necessarie riforme strutturali (pensioni e lavoro in primis) e l'inizio di una intensa attività di revisione e taglio della spesa pubblica. Il tutto necessariamente "condito" da nuove tasse che servono al temporaneo riequilibrio dei parametri di bilancio in attesa che si sviluppino gli effetti delle diverse riforme strutturali.

In questo quadro fosco e incerto, il Rapporto TaM[®] certifica anche quest'anno il peggioramento drammatico dello stato di salute delle aziende italiane ed è una testimonianza molto utile per comprendere la direzione che dovrebbero prendere gli investimenti di capitale nel nostro Paese.

Infatti, questa situazione conclamata è ormai chiara anche alla gran parte degli investitori esteri, sia istituzionali che privati, che vedono l'Italia esclusivamente come opportunità per operazioni di "restructuring" .

Illudersi che i capitali stranieri vengano per investire nello sviluppo senza che prima vi sia stata una profonda attività di ristrutturazione nei bilanci di gran parte delle società e la continuazione in parallelo di quella iniziata dal Governo Monti sull'intera struttura del paese (bilancio, legalità, certezza) è certamente inopportuno.

Se a questo si aggiunge il rischio "Euro" (fortemente percepito dagli investitori esteri), si capisce perché principalmente investitori in operazioni "speciali" (special situations) possano ragionevolmente operare e valutare investimenti in questo contesto.

L'Osservatorio TaM[®] rappresenta molto bene queste tendenze e aiuta operatori del Private Equity specializzati in situazioni speciali a valutare la dimensione del mercato potenziale supportando anche l'analisi verso gli investitori esteri che siano attratti da questa fase che, purtroppo, durerà a lungo ma offrirà anche eccellenti opportunità di recuperare e rilanciare pezzi importanti dell'economia italiana

Enrico Ceccato

Managing Partner Orlando Italy Special Situation

PREMESSA AL RAPPORTO

Con la seconda edizione del Rapporto TaM[®], l'Osservatorio Turnaround Monitor, attivo presso l'Università Carlo Cattaneo – LIUC di Castellanza, si pone l'obiettivo di fornire un proprio contributo allo sviluppo del mercato italiano delle operazioni di turnaround poste in essere da investitori istituzionali in capitale di rischio nel nostro Paese.

Questa volontà nasce da una semplice osservazione: nonostante il prolungarsi della crisi economica che attanaglia le imprese e i mercati oramai da diversi anni e nonostante i continui e prolungati *credit crunch* a cui il sistema economico è sottoposto, le operazioni di turnaround continuano a rappresentare una nicchia residuale dell'intero mercato del capitale di rischio in Italia.

Alla luce di questa considerazione, il secondo rapporto pone l'attenzione sul sistema bancario attraverso un'analisi dei bilanci dei principali istituti creditizi italiani, al fine di scovare al loro interno e in particolare tra gli impieghi in sofferenza, un potenziale bacino di mercato per gli operatori specializzati.

A questa analisi si affianca il tradizionale approfondimento sulle operazioni di turnaround realizzate nel corso del 2011 e come per il precedente rapporto un approfondimento sulle potenziali situazioni distressed latenti nel nostro tessuto imprenditoriale.

Infatti, se da un lato le sofferenze del sistema bancario possono rappresentare un potenziale bacino "d'utenza" per i fondi di turnaround, è altresì vero che la perseveranza di molti imprenditori nel sostenere affannosamente nel tempo le proprie imprese, allungandone a volte

l'agonia, rappresenta un ulteriore ostacolo allo sviluppo di questo particolare segmento di mercato del capitale di rischio.

Queste tre grandi tematiche di approfondimento rappresentano anche la struttura di questo secondo rapporto.

In conclusione, si vuole ricordare come la pubblicazione di questo secondo Rapporto rientri in un più ampio progetto di ricerca che l'Osservatorio Turnaround Monitor - TaM[®] 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.

Jonathan Donadonibus
Responsabile Osservatorio Turnaround Monitor - TaM[®]

Il mercato del
Turnaround

Italia 2011

LA METODOLOGIA

Con riferimento all'analisi delle operazioni di turnaround realizzate nel nostro Paese nel corso del 2011, l'obiettivo è stato quello di raccogliere, rielaborare ed analizzare una serie strutturata di dati di dettaglio utili a rappresentare correttamente le dinamiche e le caratteristiche di mercato.

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[®] 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.

IL MERCATO E LE PRINCIPALI EVIDENZE

In termini di numero di operazioni di turnaround chiuse in Italia da investitori istituzionali in capitale di rischio, il 2011 si chiude con un numero di investimenti pari a 6 (rispetto alle 85 nuove operazioni dell'intero comparto italiano del private equity) al quale corrisponde un'incidenza pari al 7% sul totale del mercato.

Questa percentuale risulta essere in linea con gli anni precedenti (se si esclude il 2009), confermando la natura di nicchia per questa tipologia di operazioni in Italia.

Tuttavia, vi è da sottolineare come, nonostante la contrazione del mercato del private equity italiano negli ultimi anni il numero di operazioni di turnaround sia rimasto pressoché invariato, sintomo di una certa fisiologicità del fenomeno.

In termini aggregati, tra il 2004 e il 2011, è stato possibile mappare un numero totale di investimenti pari a 44, per una media di circa 5,5 investimenti annui.

Rispetto alle 44 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 35, per un totale di 50 investimenti totali. In altri termini, ciò significa che in media ciascun operatore ha concluso 1,4 operazioni, evidenziando un discreto livello di concentrazione del segmento.

La distribuzione degli operatori per numero di investimenti effettuati mostra un mercato in cui i primi 9 operatori hanno realizzato il 50%

dell'attività (23 operazioni); ai restanti 26 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 una logica opportunistica.

Interessante notare come nel corso del 2011, 3 dei 6 nuovi investimenti siano stati realizzati da operatori che per la prima volta si sono affacciati sul mercato italiano e tutti di matrice internazionale. Nonostante ciò, sull'intero orizzonte temporale di riferimento, la suddivisione per nazionalità dell'operatore risulta a favore dei country funds (70% del mercato).

LE CARATTERISTICHE DELLE OPERAZIONI

Sotto il profilo della deal origination, il 2011 segna un rallentamento delle operazioni generatesi nell'ambito di imprese familiari a favore di operazioni di dismissione da parte di grandi gruppi sia nazionali, sia esteri.

Nel dettaglio, nel periodo 2004-2010 le operazioni realizzate nell'ambito di imprese familiari avevano rappresentato circa il 45% del mercato rispetto al 33% del 2011. Con riferimento alle cessioni di rami da parte di gruppi nazionali tali percentuali sono passate dal 24% del periodo precedente al 33% del 2011 mentre per quanto riguarda le cessioni da parte di gruppi esteri si è passati dall'11% al 17% del 2011.

Sul fronte della presenza o meno di procedure concorsuali alle spalle degli investimenti realizzati nel 2011, nel 50% dei casi l'operazione si è sviluppata nell'ambito di procedure concorsuali e in particolare di fallimenti (34% del totale). In un caso, il deal si è chiuso nell'ambito di un concordato preventivo mentre non si sono presentate opportunità nell'ambito delle amministrazioni straordinarie che invece nel passato erano state utilizzate.

Il restante 50% degli investimenti ha avuto luogo in assenza di procedure concorsuali già intraprese. Sul fronte aggregato, il 2011 segna quindi un lieve incremento delle operazioni realizzate nell'ambito di procedure concorsuali rispetto a quanto avvenuto in passato.

Per quanto concerne la distribuzione per area geografica, se si esclude un'operazione realizzata in Abruzzo, tutta l'attività si è svolta nel Nord Italia e in particolare nel Nord Est: Veneto, Friuli e Trentino hanno rappresentato il 50% del mercato.

In termini assoluti, la Lombardia è comunque la regione che ha visto realizzarsi il numero maggiore di operazioni (2 su 6).

La distribuzione geografica aggregata del periodo sembra quindi confermare il persistere di investimenti in turnaround nella quasi esclusività del Nord Italia.

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 che raggiunge il

48% 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.

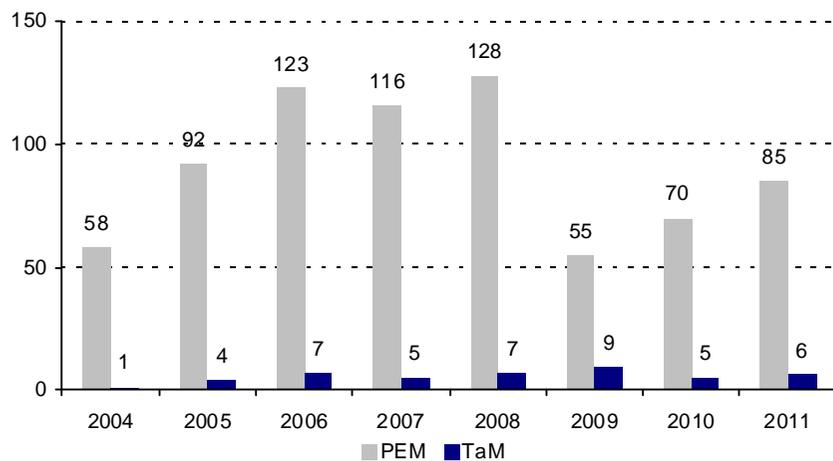
A seguire, sempre con riferimento all'intero orizzonte temporale, nelle preferenze degli investitori si posiziona il comparto dei beni per l'industria, con una quota pari al 18% del mercato. Segue poi un nutrito e differenziato insieme di settori in cui gli operatori di turnaround hanno eterogeneamente investito.

Tuttavia, al di là delle considerazioni a livello aggregato, vi è da segnalare come nel corso del 2011 vi sia stata una minor attenzione al comparto dei beni di consumo a favore di pochi altri settori quali i beni industriali (33%), la GDO e il terziario (entrambi con il 17% del mercato).

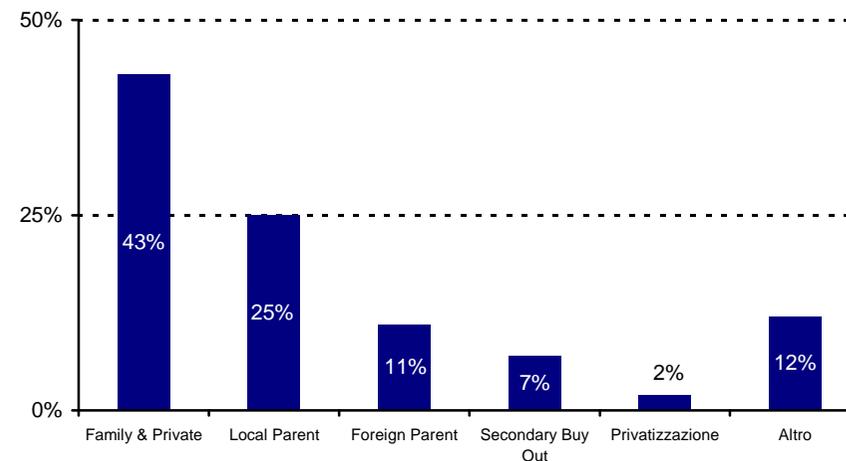
Riguardo alla dimensione delle società target, misurata in termini di fatturato, l'analisi aggregata fa rilevare come il 48% dell'attività d'investimento si sia concentrata su imprese con un fatturato entro i 30 milioni di Euro, percentuale che sale al 63% considerando livelli di ricavi fino a 50 milioni 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%.

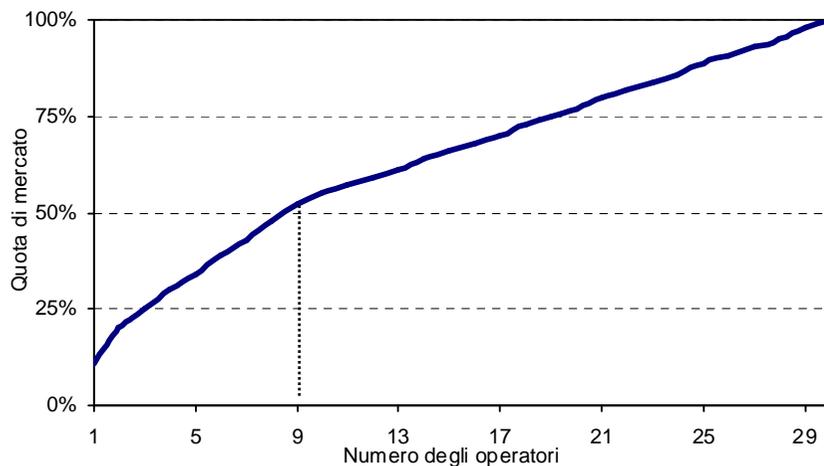
2004-2011: Incidenza sul totale del mercato PE in Italia



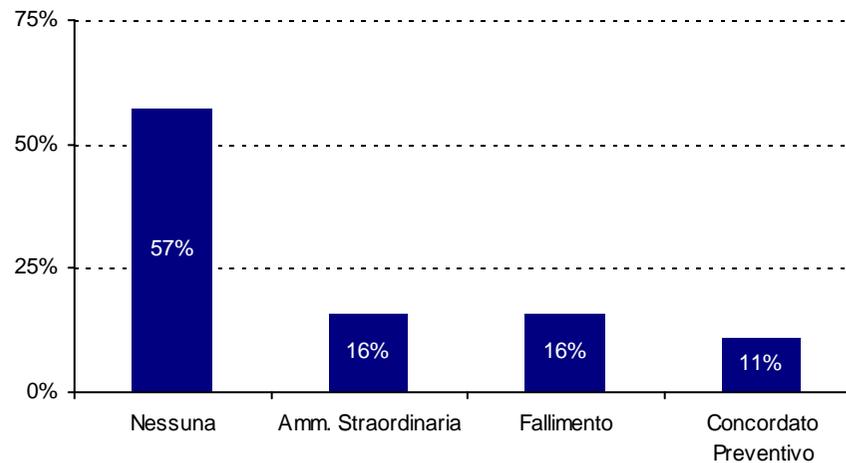
2004-2011: La distribuzione % delle target per deal origination



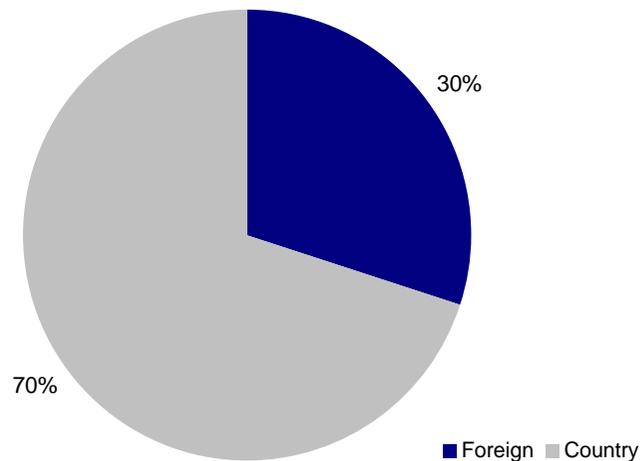
Il livello di concentrazione del mercato (2004-2011)



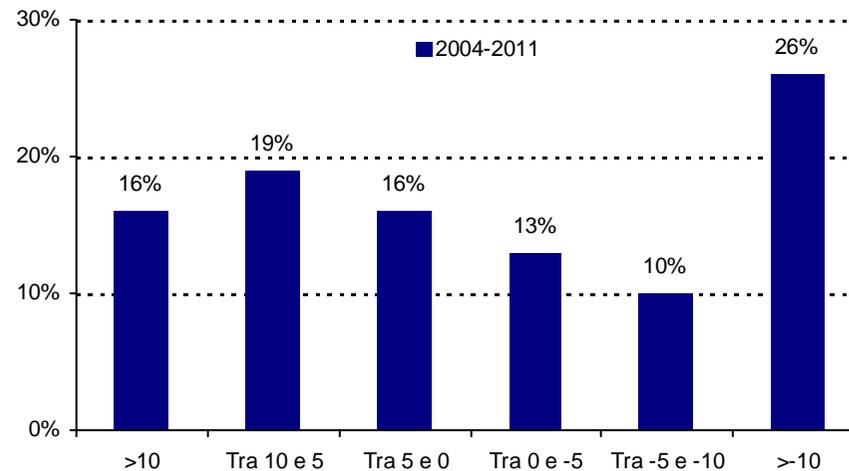
2004-2011: La distribuzione % delle target per procedura



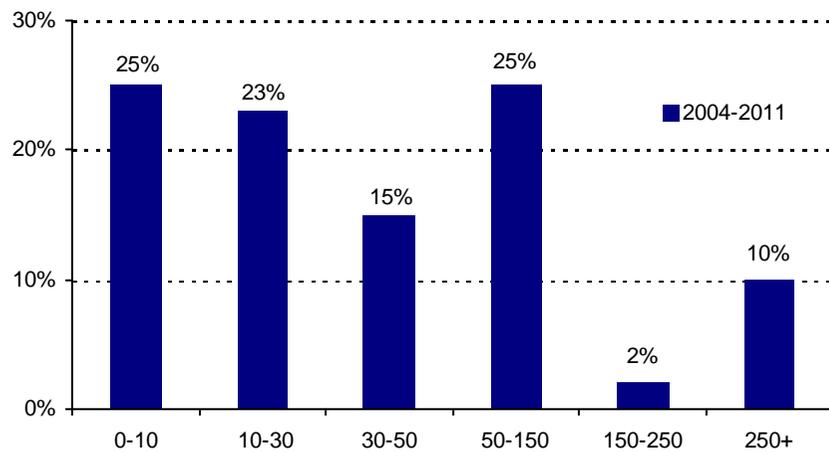
Nazionalità degli investitori (2004-2011)



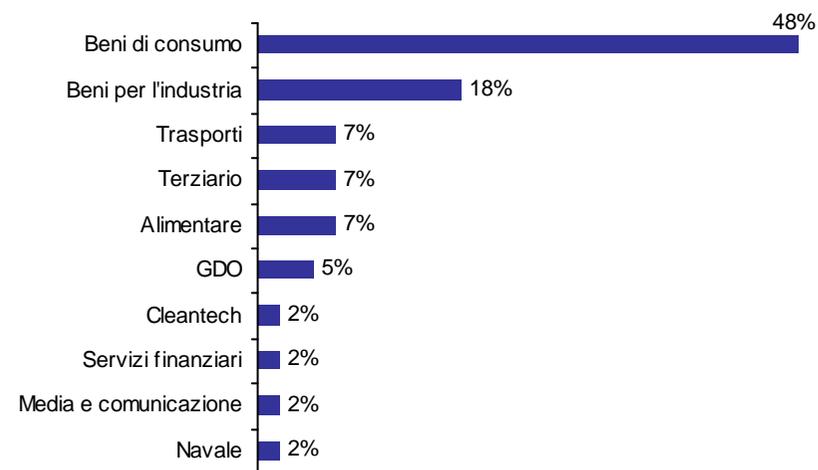
2004-2011: La distribuzione per classi di EBITDA Margin



2004-2011: La distribuzione % per classi di fatturato (€ Mln)



2004-2011: La distribuzione settoriale



2004-2011: La distribuzione geografica delle target



2004-2011: Profilo medio dell'investimento in turnaround

Quota acquisita	90%
Ammontare investito	11,3 mln €
Deal origination	Family & Private
Regione	Lombardia
Settori	Beni di consumo
Volume dei ricavi (Mln €)	34,5
EBITDA margin	-6%

Il mercato del
Turnaround

Deals 2004-2011

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	1.052	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 2004-2011

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	Safilo	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	-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 2004-2011

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		100%		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
2011	Manzardo	Hadleigh Partners		100%		Foreign Parent	Trentino Alto Adige	Retail and wholesale trade	Miscellaneous retail
2011	Gruppo Veneziani	Apep		100%		Family & Private	Lombardia	Industrial products	Miscellaneous manufacturing industries
2011	Pantex International	Vision Capital		50%		Other	Abruzzo	Industrial products	Textile mill products manufacturing
2011	Cesare Ragazzi	Advicorp Limited	5,0	100%		Local Parent	Friuli	Other professional and social services	Miscellaneous personal services

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%	4,0	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	-0,9
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%		-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%		-1,9
Manufacture and distribution of protective footwear	107	129,3	-2,1	-2,7	-1,6%	0,7	-3,5
Retailer of heating boilers and equipment	350	130,0					
Production of marine and industrial varnishes						1,2	5,8
Producer of perforated cover layer and skin contact materials for the personal care and household markets	65	28,9	4,4	2,9	15,2%	1,1	1,4
Hair loss treatment company		6,0					

Deals 2004-2011

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)
2011	Iana (Via Coin)	BC Partners		100%		Local Parent	Veneto	Consumer goods	Apparel and other finished products made from fabrics and similar materials
2011	Gusella (Via Coin)	BC Partners		100%		Family & Private	Lombardia	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)
Baby clothes retail chain	238	55,7	-0,8	-7,0	-1,4%	35,7	-26,4
Private label shops for children	40	5,3	-1,0	-1,2	-18,9%		

Le sofferenze nei
bilanci bancari

LE SOFFERENZE NEI BILANCI BANCARI

Con riferimento ai bacini potenziali per la realizzazione di operazioni di turnaround da parte di investitori istituzionali specializzati in questo particolare segmento di mercato, gli impieghi deteriorati delle banche (non performing loans) rappresentano sicuramente una delle migliori opportunità ad oggi presenti sul mercato.

Eludendo da qualsiasi considerazione in merito alle politiche di gestione dei crediti deteriorati da parte degli istituti di credito (lasciate ai singoli organi gestionali e deliberativi preposti), l'Osservatorio Turnaround Monitor - TaM[®] ha voluto comunque provare a quantificare l'entità dei crediti alle imprese oggi così classificati all'interno dei rispettivi bilanci.

Infatti, in quanto tali, questi impieghi possono essere ritenuti a ragione espressione di situazioni di stress finanziario e quindi possono essere considerati, indirettamente, come indicatori di un probabile bacino d'impresе potenzialmente interessanti per investimenti istituzionali in turnaround.

Da un punto di vista metodologico, la ricerca ha preso in considerazione i bilanci dei primi 10 gruppi bancari italiani, classificati in funzione della loro capitalizzazione di borsa alla data del 31 dicembre 2011.

Per i dieci istituti selezionati è quindi stata effettuata un'analisi approfondita delle posizioni deteriorate, distinguendole in funzione di quanto previsto dalla normativa Banca d'Italia.

Sofferenze: Banca d'Italia definisce le sofferenze come crediti la cui riscossione non è certa da parte degli intermediari che hanno erogato i finanziamenti perché i soggetti debitori risultano in stato di insolvenza

(anche non accertato giudizialmente) o in situazioni equiparabili. Per ovviare a questo genere di rischi di solito gli intermediari creditizi accantonano delle riserve apposite in proporzione al credito a rischio e alla sua condizione.

Incagli: gli incagli rappresentano delle esposizioni nei confronti di soggetti in situazione di difficoltà obiettiva, ma temporanea. A differenza delle sofferenze pertanto gli incagli rappresentano dei crediti che in un congruo periodo di tempo si suppongono recuperabili. In una scala del rischio dunque gli incagli si pongono un gradino al di sotto delle sofferenze e richiedono pertanto accantonamenti inferiori nelle riserve contro il rischio.

Crediti ristrutturati: un altro genere di crediti deteriorati è costituito dalle esposizioni ristrutturate. Si tratta in genere di esposizioni che una banca (da sola o in pool) modifica cambiando le condizioni contrattuali e subendo una perdita. Il cambiamento è dettato da un deterioramento delle condizioni finanziarie del debitore e può risolversi, per esempio, in un riscadenziamento del debito.

Esposizioni scadute: un altro tipo di credito deteriorato è costituito dalle esposizioni scadute e/o sconfinanti: si tratta in genere di esposizioni che non risultano inquadrabili nelle categorie precedenti e risultano non onorate da oltre 180 giorni. Per alcuni crediti di questo tipo le disposizioni di Vigilanza fissano in 90 giorni soltanto il termine massimo.

Da questa semplice distinzione appare chiaro come la categoria delle sofferenze rappresenti l'indicatore più interessante nell'ottica di questo approfondimento.

I primi 10 istituti di credito in Italia per capitalizzazione al 31-12-2011

Intesa SanPaolo	20.882,64
Unicredit	12.385,58
Ubi Banca	2.815,05
Banca MPS	2.720,06
Banca Carige	2.657,15
Banca Popolare di Sondrio	1.919,05
Banco Popolare	1.724,21
Banca Popolare Emilia Romagna	1.593,74
Popolare di Milano	980,42
Credito Emiliano	916,45

Fonte: statistiche Borsa Italiana, milioni di Euro

L'attività d'analisi ha evidenziato come alla data del 31 dicembre 2011 l'ammontare di crediti espressi al nominale e iniettati nel sistema a titolo di capitale di debito risultino essere pari a oltre 1.400 miliardi di Euro, di cui il 59% destinato a imprese non finanziarie (immobiliari incluse) per un importo pari a circa 840 miliardi di Euro.

Con riferimento a questi volumi di impiego è stato possibile isolare i crediti deteriorati iscritti nei bilanci per un importo totale di oltre 96 miliardi di Euro, pari a un'incidenza del 7% sul totale dei crediti erogati alla clientela. Tale valore risulta residuare dopo svalutazioni effettuate in bilancio per oltre 60 miliardi di Euro rispetto ai valori lordi.

Di questi 96 miliardi di Euro, 80 miliardi di Euro sono i crediti destinati alle imprese non finanziarie che versano in uno stato di insolvenza più o meno conclamata.

L'incidenza è quindi pari a circa l'84% del totale dei crediti deteriorati e al 10% con riferimento ai soli crediti erogati a favore delle imprese.

Questi dati consentono di fare una prima considerazione: per incidenza percentuale l'ammontare di crediti deteriorati iscritti nei bilanci delle banche non risulta essere particolarmente elevato.

Tuttavia, è il valore assoluto a rappresentare il vero problema: 96 miliardi di crediti deteriorati soggetti a potenziale svalutazione con conseguente riflesso sugli aggregati patrimoniali, infatti, rappresentano una vera e propria incognita sui bilanci degli istituti di credito.

La seconda evidenza, riguarda la distribuzione dei crediti deteriorati per singola tipologia.

In un'ottica di origination, infatti, appare evidente come il solo 15% di impieghi ristrutturati (14,1 miliardi di Euro su 96 miliardi di Euro) risulti essere ancora poco se confrontato con il totale delle sofferenze e degli incagli che, insieme, valgono qualcosa come 75 miliardi di Euro.

In particolare, volendo considerare solo le posizioni iscritte come sofferenze e cioè quelle con serie difficoltà di incasso da parte dei soggetti debitori, alla data del 31 dicembre 2011, dopo le svalutazioni effettuate, tali crediti ammontavano ad oltre 40 miliardi di Euro, per una percentuale sul totale del 42%.

I crediti deteriorati iscritti nei bilanci delle banche al 31/12/2011

Totale crediti lordi verso la clientela	1.444.001.906,00
Rettifiche di valore	61.087.890,00
Crediti vs. clientela	1.423.515.534,00
% di svalutazione	4%

Crediti deteriorati sul totale	96.302.807,00
% di crediti deteriorati sul totale	7%
Di cui sofferenze	40.606.417,00
Di cui incagli	34.681.109,00
Di cui ristrutturati	14.171.156,00
Di cui esposizioni scadute	6.844.125,00
% Sofferenze	42%
% Incagli	36%
% Ristrutturati	15%
% Esposizioni scadute	7%

Crediti alle imprese non finanziarie	840.252.872,00
% di crediti alle imprese sul totale	59%
Crediti deteriorati alle imprese	80.434.714,00
% crediti alle imprese deteriorati	10%
Crediti alle imprese deteriorati sul totale	84%

Infine, un'interessante evidenza che emerge tra le righe dei bilanci considerati nel loro complesso è che, in linea generale, il modello delle

banche popolari risulta essere quello più attivo nell'erogazione di credito nei confronti delle imprese, presentando indici di Loan to Deposit Ratio (LDR) superiori a banche che adottano un modello differente e più orientato a un concetto di "banca di sistema".

I Loan to Deposit Ratio nel 2011

BPER	0,75
MPS	0,71
SONDRIO	0,68
INTESA	0,63
BANCO POPOLARE	0,62
POPMILANO	0,61
CREDEM	0,58
UNICREDIT	0,57
UBI	0,55
CARIGE	0,49
MEDIA	0,62
MEDIANA	0,62
MAX	0,75
MIN	0,49

Tale fenomeno è sicuramente attribuibile al DNA stesso delle popolari, da sempre caratterizzate da un forte legame con il territorio sulle quali si sviluppano anche se, considerando la distribuzione dei crediti deteriorati alle imprese per singoli istituti, tale legame non sempre è sintomo di una profonda conoscenza delle dinamiche delle imprese clienti.

% di crediti deteriorati sul totale dei crediti alle imprese

BANCO POPOLARE	13,6%
MPS	12,9%
BPER	10,9%
UNICREDIT	9,6%
CARIGE	9,4%
POPOLARE MILANO	8,5%
INTESA	8,1%
UBI	7,9%
SONDRIO	4,8%
CREDEM	2,8%

Potenziali
distressed
in Italia

LE POTENZIALI SITUAZIONI DISTRESSED IN ITALIA

La seguente sezione di analisi si pone l'obiettivo di individuare possibili situazioni distressed latenti nell'ambito del sistema industriale italiano al fine di delineare un possibile bacino di mercato per i fondi di turnaround attivi in Italia.

Per raggiungere lo scopo è stato estrapolato dal Database AIDA un range di imprese che rispondesse alle seguenti assumpions di base:

- ✓ bilancio di esercizio 2010 (ultimo anno disponibile alla data di realizzazione del presente rapporto);
- ✓ ricavi di vendita compresi tra 20 Mln € e 200 Mln €;
- ✓ forma giuridica di società di capitali;
- ✓ esclusione dei bilanci consolidati;
- ✓ selezione dei settori secondo codificazione ATECO 2007 (previa esclusioni delle attività attinenti all'agricoltura e alle estrazioni, alle attività immobiliari, ai servizi finanziari, legali e consulenziali, nonché delle attività relative alla sfera sociale).

E' stato così selezionato un campione di 11.942 imprese, situazione di partenza per l'individuazione di realtà aziendali che versano in una situazione di oggettiva tensione finanziaria.

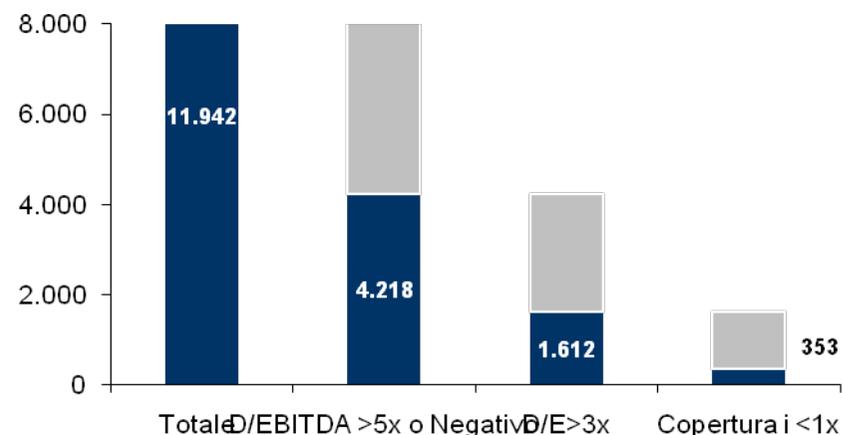
La determinazione delle potenziali distressed è poi stata condotta mediante l'applicazione sequenziale dei seguenti indici:

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

Come si può osservare dal grafico sotto riportato, in seguito

all'applicazione del primo filtro sul rapporto Debito/EBITDA sono state selezionate 4.218 imprese (35% del campione) che eccedono il limite soglia individuato. Il campione residuo di società è stato poi filtrato sulla base del grado di leva, facendo emergere come 1.612 imprese presentino anche un rapporto Debito/Equity maggiore di 3x (38% del sottocampione e 13% del campione iniziale).

2011: Dal campione alle potenziali situazioni distressed

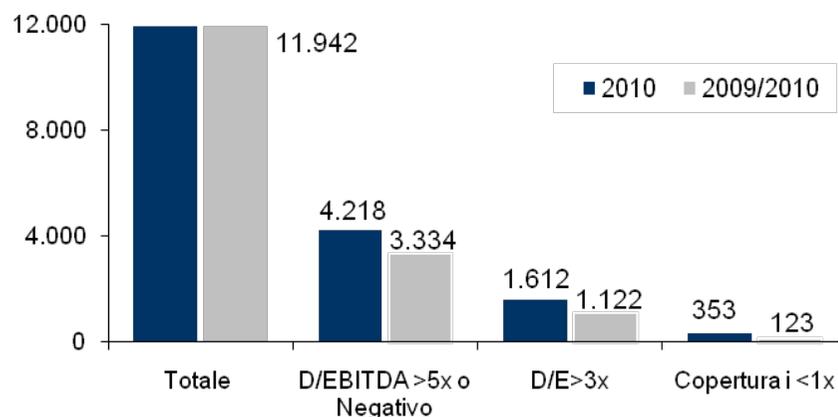


In ultima battuta, mediante l'applicazione dell'indice di copertura degli interessi minore di 1x, è stata valutata la capacità di rimborso degli interessi sul debito da parte della società. Dall'applicazione di questo ultimo filtro ne deriva come 353 imprese del campione rispondano simultaneamente a tutte e tre le condizioni enunciate ex-ante (3% del campione iniziale), a testimonianza di una non idilliaca situazione finanziaria e quindi di una potenziale situazione di distressed conclamato.

Il risultato ottenuto risulta in linea con ciò che si era riscontrato nella medesima analisi sull'esercizio 2009, in cui il 4% delle società del campione totale aveva manifestato problematiche relative alle dinamiche finanziarie.

In tal senso, risulta interessante approfondire il trend verificatosi tra il 2009 e il 2010. L'obiettivo che ci è posto è stato quello di determinare quante società che nel corso dell'ultimo esercizio sono risultate in uno stato di potenziale distressed conclamato, lo fossero già in precedenza e quante invece sono peggiorate nel corso del biennio.

2009-2010: Dinamica del campione dei potenziali distressed



Partendo dal medesimo campione di società sono stati quindi applicati i tre filtri sui rispettivi bilanci 2009. Nella fattispecie è emerso che 123 società versano in una condizione di difficoltà che perdura da più esercizi,

mentre 230 imprese sono le imprese che hanno visto peggiorare il proprio status nel corso del biennio.

Un'ulteriore trattazione può essere incentrata sul profilo medio delle imprese che, nel corso degli anni 2009 e 2010, si sono venute a trovare in una situazione di potenziale distressed. Così facendo è infatti possibile individuare le dinamiche economiche oggetto di modificazione.

2009-2010: Profilo medio dei distressed conclamati

	2010	2009
Ricavi di vendita (€ Mln)	34,6	34,1
EBITDA (€ Mln)	-0,3	-0,4
EBITDA Margin	-0,8%	-1,2%
Utile d'esercizio (€ Mln)	-1,5	-2,2
D/EBITDA	Neg	Neg
D/E	6,8x	4,9x
Copertura interessi	0,6x	0,6x
Durata del ciclo del circolante	66gg	72gg

Da questo confronto emerge come, nel 2010, vi sia stato un lieve incremento dei ricavi di vendita delle imprese che versano in situazioni di potenziale distressed rispetto al 2009. Ciò ha avuto un impatto positivo sul risultato di esercizio che, pur continuando ad essere negativo, denota un ammontare più contenuto delle perdite realizzate. Analoga tendenza è

riscontrabile dal punto di vista degli indicatori di redditività, in quanto si assiste ad un miglioramento tra il 2009 e il 2010 dell'EBITDA Margin, che passa da -1,2% a -0,8%.

Sul fronte patrimoniale si segnala l'aumento del rapporto D/E che si assesta nella misura del 6,8x rispetto ad un valore di 4,9x nel 2009, in controtendenza rispetto alle dinamiche osservate con riferimento al conto economico. Il fenomeno può essere spiegato da una contrazione dell'Equity dovuta alle perdite degli esercizi precedenti, che hanno spinto verso l'alto tale indicatore.

Non si segnalano invece variazioni per quanto concerne l'indice di copertura degli interessi, mentre vi è un miglioramento delle dinamiche relative alla gestione del ciclo del circolante.

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

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

CONTATTI



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