

AIFI, Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt, nasce nel maggio del 1986 per sviluppare, coordinare e rappresentare, in sede istituzionale, i soggetti attivi sul mercato italiano nel private equity e nel venture capital. L'Associazione rappresenta fondi e società che operano attraverso il capitale di rischio e strumenti di debito alternativi, investendo in aziende con l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate. Scopo finale dell'investimento è realizzare un piano di sviluppo delle aziende

Poste Italiane S.p.A. – Spedizione in Abbonamento Postale – D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB
ISSN 1824-4734

AIFI
Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt
Via Pietro Mascagni, 7 – 20122 Milano
Tel. +39 02 7607531 – Fax +39 02 76398044
E-mail: quaderni@aifi.it – Web: www.aifi.it



 Egea

Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio

AIFI

Modelli di intervento
del Private Capital
per il rilancio delle imprese

di
*Dario Alessandro Inti, Laura Palmetti,
Massimiliano Sartori, Valentina Tricerri*

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

2021

49

Modelli di intervento del Private Capital per il rilancio delle imprese

di

*Dario Alessandro Inti, Laura Palmetti,
Massimiliano Sartori, Valentina Tricerri*

Gli autori

Dario A. Inti, è fondatore e Presidente di Back to Profit S.r.l., società di management consulting e temporary management dedicata al turnaround di aziende con crediti deteriorati, con uffici operativi a Milano, Bergamo, Londra, Nairobi e Dubai. È professionista, imprenditore e manager. Come professionista, ha lavorato per 16 anni con A. T. Kearney divenendone Partner e Vice President; ha operato in Europa, Nord America, Giappone e recentemente in Medio Oriente con SUBER DMCC (Dubai) di cui è fondatore e managing director. Come imprenditore, ha acquisito (anche in joint venture), avviato e gestito con successo importanti aziende nella settore dei trasporti, della spedizione, della logistica e del real estate (Merzario, CARlog, Car T.E., DEPOlog, JVlog, SUBER DMCC, ADGI, SIBEM). Come manager, ha ricoperto posizioni di direttore operativo, direttore generale e amministratore delegato; ha inoltre ricoperto nelle Ferrovie dello Stato Italiane S.p.A. responsabilità di vertice per il posizionamento delle FSI come operatore logistico; è riconosciuto specialista di turnaround aziendale. È laureato all'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano in Economia e ha conseguito un Master of Science in Transportation alla Northwestern University di Chicago.

Dario A. Inti, is the founder and President of Back to Profit S.r.l., a management consulting and temporary management company focused on the turnaround of companies with non-performing loans (Unlikely to Pay), with operating offices in Milan, Bergamo, London, Nairobi and Dubai. He operates as management consultant, entrepreneur and manager. As management consultant, he worked for 16 years with A.T. Kearny from a junior position becoming then partner and vice president. He conducted assignments in Europe, North America, Japan and recently in Middle East with SUBER DMCC (Dubai), as founder and manager director. As entrepreneur, he founded and acquired, restructured and managed major well-known companies in the transportation, freight forwarding, logistics and real estate (Merzario, CARlog, Car T.E., DEPOlog, JVlog, SUBER DMCC, ADGI, SIBEM). As a manager, he covered major positions as chief operating officer, managing director and chief executive officer; he has been also in charge as managing director of the freight division of the Italian railways (FSI - Ferrovie dello Stato Italiane) for positioning the FSI as logistics operator; he is recognized as chief restructuring officer (CRO). He graduated at Università Cattolica del Sacro Cuore of Milan in Economics and received a Master of Science in Transportation at Northwestern University in Chicago.

Laura Palmetti, è laureata in Economia e Direzione di Impresa a pieni voti presso l'Università Carlo Cattaneo LIUC di Castellanza. Lavora come business analyst presso Back to Profit S.r.l..

Laura Palmetti, graduated in Economics and Business Management with full marks at the Carlo Cattaneo University LIUC of Castellanza. She works as business analyst at Back to Profit S.r.l..

Massimiliano Sartori, Amministratore Delegato e responsabile della trasformazione digitale e dei modelli predittivi di Back To Profit S.r.l.. Consulente finanziario e assicurativo, iscritto all'Albo nazionale dei consulenti finanziari e nel registro unico degli intermediari assicurativi e riassicurativi - RUI dell'IVASS. Ha lavorato come consulente di strategia per The European House – Ambrosetti e per il Ministero delle Infrastrutture. Dal 2004 è docente di Finanza d'Impresa nell'ambito del biennio specialistico in Economia e Management ed Economia e Mercati Finanziari e docente nell'ambito del master in

Merchant Banking dell'Università LIUC. Laureato, cum laude, in Economia Aziendale presso l'Università Carlo Cattaneo LIUC di Castellanza; ha conseguito il Master in Moneta e Finanza presso l'Università degli Studi di Brescia ed il dottorato in Economia e Gestione Integrata d'Azienda presso l'Università Carlo Cattaneo LIUC di Castellanza.

***Massimiliano Sartori**, CEO and head for Digital Transformation and Predictive Models of Back To Profit S.r.l.. Financial and insurance consultant, registered in the national register of financial advisors and in the register of insurance and reinsurance intermediaries - IVASS RUI. He worked as Head of Strategy, Market Intelligence, Studies and Researches for Ministry of Infrastructure & Transportation. He worked as strategy consultant for The European House – Ambrosetti. Professor of Corporate Finance at Università Carlo Cattaneo LIUC. He graduated, cum laude, in Business Economics from Università Carlo Cattaneo LIUC of Castellanza and obtained a Master in Money and Finance from Università degli Studi di Brescia and a PhD in Economics and Integrated Business Management from Università Carlo Cattaneo LIUC of Castellanza.*

Valentina Tricerri, referente area legale di Back to Profit S.r.l.. Avvocato, titolare dello studio professionale Avv. Valentina Tricerri specializzato nelle materie di diritto penale e fallimentare. Precedentemente ha collaborato con lo Studio Legale Avv. Prof. Paolo Veneziani di Piacenza in materia di diritto penale societario per poi ampliare la propria esperienza professionale anche in campo giuslavoristico e fallimentare. Iscritta all'albo degli avvocati di Piacenza nel 2012. Laureata, cum laude, in Giurisprudenza all'Università Cattolica del Sacro Cuore di Piacenza; ha successivamente conseguito, cum laude, il Master in "Crisi di Impresa" presso l'Università di Bergamo.

***Valentina Tricerri**, legal advisor of Back to Profit S.r.l.. Founder of the Avv. Valentina Tricerri law firm, specialized in criminal and bankruptcy law. Previously, she worked with the Prof. Paolo Veneziani law firm in Piacenza on corporate criminal law; then she integrated her experience in labor and bankruptcy law. Enrolled in 2012 in the Bar of Piacenza. She graduated, cum laude, in Law at the Università Cattolica del Sacro Cuore of Piacenza and obtained, cum laude, the Master in "Enterprise crisis" at the Bergamo University.*

Indice

Abstract	7
Introduzione	9
1. Evoluzione del mercato del turnaround	11
1.1 Il mercato del Private Capital	11
1.2 Il contesto macroeconomico italiano	12
1.3 Il potenziale del turnaround	13
2. I fondi di turnaround: gli operatori	17
2.1 Fondi	17
2.1.1 <i>Consulenti</i>	19
2.2 Assuntori e Finanziarie regionali	19
2.3 Istituti di credito	19
2.3.1 <i>Servicer</i>	20
2.4 Tribunali	21
2.5 Aziende target	22
3. I modelli di intervento	23
3.1 Fondi comuni di ristrutturazione a doppio comparto	23
3.2 Modello FIA + SPV	25
3.3 Fondo comune di ristrutturazione mono comparto	27
3.4 Management Asset Company - AMCO	29
3.5 Management Platform	30
3.6 Assuntore	31
3.7 Le Finanziarie Regionali	31
3.7.1 <i>Finlombarda</i>	32
3.7.2 <i>Friulia</i>	32
3.8 Fondi di private equity specializzati nel turnaround	34
Considerazioni conclusive	34
Bibliografia	37

Abstract

La nuova regolamentazione imposta dalla BCE sulla modalità di valutazione dei crediti nei bilanci bancari (in particolare con il *calendar provisioning*) ha fatto emergere, oltre alle sofferenze bancarie, anche le inadempienze probabili-Unlikely to Pay (UTP). Parallelamente, l'avvento della crisi pandemica nel 2020, che ha messo in difficoltà diversi settori industriali, ha portato e porterà ad un decisivo aumento dello stock di crediti non performing, ed in particolare dei crediti UTP. Il combinato disposto di questi due elementi ha portato (e porterà) a forti incrementi dei crediti UTP corporate (ovvero riferiti ad aziende in difficoltà economico finanziaria) sia nei bilanci bancari, come nelle loro cessioni a operatori specializzati.

Le aziende di riferimento sono per la maggior parte piccole e medie imprese manifatturiere e dei servizi che rappresentano la spina dorsale del tessuto imprenditoriale italiano e racchiudono il know-how e la legacy industriale del nostro Paese. Pertanto, al fine di contenere la dispersione di tali competenze e salvaguardare numerosi posti di lavoro, è importante porre attenzione al ruolo che può ricoprire in tale ambito un particolare segmento del Private Capital dedicato al risanamento e rilancio delle imprese: il “turnaround investing”.

Sino ad oggi in Italia il turnaround investing si è poco sviluppato soprattutto per la mancanza di una adeguata messa in campo di specifiche competenze industriali quali componenti essenziali per il successo di interventi di questa natura.

Il presente Quaderno origina dall'analisi empirica condotta da AIFI e Back to Profit S.r.l. con l'obiettivo di comporre un quadro complessivo degli attuali modelli di intervento del Private Capital per il rilancio delle imprese, con particolare attenzione alla gestione dei crediti UTP corporate.

The new ECB regulation, related to the valuation of credits into the banks' balance sheets (particularly with the calendar provisioning), has led to bring out on Unlikely to Pay (UTP), in addition to Bad Loans. At the same time, the pandemic crisis in 2020, which has put several industrial sectors in difficulty, has already led and will lead to a decisive increase in the stock of NPL (non-performing loans), and in particular UTP. The combination of these two elements has caused (and will cause) a massive rise of UTP corporate credits, related to companies in financial difficulty, both on the banks' balance sheets and on the secondary market, where they are sold by the banking system itself to specialized operators (servicer), as a result of the new ECB rules mentioned before.

These companies are mostly small and medium-sized manufacturing and service enterprises, which represent the backbone of the Italian economic system, the country's know-how and industrial legacy. Therefore, in order to avoid the waste of these skills and to preserve jobs, it is essential to focus on the role played by the “turnaround investing”, a particular segment of Private Capital focused on the corporate turnaround.

So far, the turnaround investing has not developed as much in Italy, due to the specific industrial skills needed to succeed in the recovery and revitalization of companies struggling with financial and industrial difficulties.

This paper presents the results of the empirical analysis jointly conducted by AIFI and Back to Profit S.r.l. with the aim to present an overall picture of the financial models adopted by the Private Capital for the corporate turnaround, particularly involving banks' UTP credits.

Introduzione

Il 2020 è stato un anno molto complesso a causa della diffusione del virus Covid-19 e dei successivi lock-down che hanno messo a dura prova l'intera economia mondiale. In tale contesto il PIL italiano si è contratto dell'8,9%, un dato mai raggiunto dal dopoguerra ad oggi.

Le stime di chiusura del 2021 indicano una ripresa intorno al 6% a seguito della riapertura di quasi tutte le attività industriali e commerciali e degli importanti interventi statali a sostegno del sistema economico (contributi a fondo perduto e prestiti alle imprese, garanzie pubbliche, cassa integrazione, incentivi fiscali di varia natura).

Con la fine dell'anno in corso, l'ingente mole di aiuti pubblici (circa 170 miliardi nel 2020), sarà gradualmente ridotta con la previsione di un significativo incremento del numero di aziende in difficoltà, cui è associato l'aumento di inadempienze probabili (UTP-Unlikely to Pay).

In tale contesto, diventa fondamentale il "turnaround investing", un particolare segmento del Private Capital, finalizzato al risanamento e rilancio delle imprese in difficoltà.

Il turnaround investing, fino ad oggi è poco sviluppato, rappresentando storicamente tra il 2% e il 3% delle operazioni di Private Capital sia per numero di operazioni, come per capitale investito. Tuttavia, il turnaround investing costituisce una importante chiave di sostegno, rilancio e sviluppo dell'economia del nostro Paese, in quanto capace di fornire alle imprese in difficoltà i giusti apporti, economici e manageriali, per il risanamento e rilancio.

Il presente Quaderno origina dall'analisi empirica condotta da AIFI e Back to Profit S.r.l. con l'obiettivo di comporre un quadro complessivo degli attuali modelli di intervento del Private Capital per il rilancio delle imprese, con particolare attenzione alla gestione dei crediti UTP corporate.

Il documento si apre nel primo capitolo con un approfondimento sul mercato del turnaround in Italia, descrivendone l'evoluzione nel tempo, le dimensioni e le prospettive future, per poi soffermarsi sul corporate turnaround.

A seguire, nel secondo capitolo, viene fornita una panoramica degli attuali operatori attivi nel corporate turnaround, analizzando il ruolo che ricoprono nelle operazioni e il loro modus operandi.

Il Quaderno, nel terzo capitolo, illustra poi i diversi modelli di intervento schematizzando e approfondendo il loro funzionamento, evidenziandone i punti distintivi.

Considerazioni conclusive

Il presente Quaderno origina dall'analisi empirica condotta da AIFI e Back to Profit S.r.l. con l'obiettivo di comporre un quadro complessivo degli attuali modelli di intervento del Private Capital per il rilancio delle imprese, con particolare attenzione alla gestione dei crediti UTP corporate.

Il "turnaround investing" rappresenta il segmento specifico del Private Capital finalizzato alla ristrutturazione e al rilancio delle imprese che versano in uno stato di crisi.

Storicamente tale segmento ha rappresentato e rappresenta una quota marginale (tra il 2% e il 3%) degli interventi di Private Capital, sia per numero, sia per ammontare di investimento.

Le principali motivazioni risiedono:

- nella capacità di attrarre nuove risorse finanziarie per favorire il rilancio imprenditoriale, tema questo che finanziatori e banche (da cui origina il credito deteriorato) tendono ad affrontare con un approccio molto conservativo;
- nell'elevato rischio connesso a questo tipo di operazioni (come illustrato nella Figura 6 riferita a procedure di ristrutturazione iniziate nel 2009-2012, a 4 anni dalla ristrutturazione solo il 15% delle operazioni di ristrutturazione hanno avuto esito positivo);
- nella necessità di mettere in campo adeguate competenze industriali; una ristrutturazione che si conclude con successo richiede, infatti, anche una forte conoscenza delle dinamiche competitive di settore, al fine di valutare le probabilità di rilancio dell'azienda.

Nei prossimi anni, comunque, si prevede un incremento delle operazioni di turnaround con conseguente ingresso di nuovi operatori e capitali. Questa situazione deriva da due elementi: uno di natura strutturale e l'altro contingente.

Quello strutturale è legato alle nuove regole di valutazione del credito e di requisiti di capitale che la BCE ha definito e imposto alle banche europee. La BCE, in altre parole, ha spinto il sistema bancario a cedere crediti deteriorati a fondi e operatori specializzati, creando di fatto un mercato nuovo e adibito alla gestione dei crediti deteriorati stessi, che storicamente venivano tenuti nei bilanci bancari per molto tempo e gestiti dalle medesime banche.

In parallelo, l'elemento contingente è connesso alla crisi pandemica del 2020, che si è aggiunta a situazioni di difficoltà già presenti, che hanno caratterizzato molti settori economici nell'ultimo decennio. Tale situazione ha prodotto un aumento significativo del credito deteriorato, ed in particolare delle inadempienze probabili (UTP-Unlikely to Pay).

Questi due elementi hanno dato vita ad un nuovo mercato di dimensioni molto elevate (fino a 100 miliardi di Euro di UTP previsti a fine 2022) dove la crescente offerta di credito deteriorato lato bancario ha favorito una domanda variegata di operatori, italiani ed esteri, attratti dalla possibilità di gestire e/o rilevare i crediti non performanti.

In questo contesto, assumono una rilevanza crescente le operazioni di corporate turnaround proprio al fine di salvaguardare l'occupazione, il know-how, le competenze e la legacy industriale del tessuto economico italiano.

L'indagine empirica condotta ha evidenziato che gli operatori di Private Capital che affrontano il turnaround investing sono in crescita come numero e tipologia di modello di intervento. Ognuno presenta un proprio peculiare modello di business, sviluppato ad hoc, con il quale affronta specifiche operazioni di ristrutturazione, in particolare riferite a "single name".

Di seguito, i principali modelli rilevati ed illustrati:

- a doppio comparto, dove si unisce l'interesse delle banche originator (nell'attuare la derecognition dei crediti) e dei tribunali a partecipare ai risultati dell'operazione di turnaround, con quelli degli investitori connessi al recupero dell'impresa in crisi e del relativo credito;
- a mono comparto, (si veda il modello iCCT Fund), in cui grazie alle sinergie con illimity Bank, il fondo è in grado di offrire un supporto completo alle aziende in portafoglio alimentando e sostenendone il working capital, che rappresenta per le imprese in ristrutturazione un fabbisogno primario;
- FIA + SPV, modello che beneficia di una maggiore liquidità rispetto al fondo a doppio comparto a fronte del processo di cartolarizzazione dei crediti;
- quelli che rientrano nell'ambito dell'intervento pubblico (si veda AMCO), che si basano sulla disponibilità di nuova finanza a rendimenti più bassi e con orizzonte temporale più lungo;
- management platform (si veda Apeiron Management), tipico modello dei megafondi dove il fattore critico di successo è rappresentato dal management;
- assuntore, dove il risanamento e rilancio dell'attività avviene con l'intervento combinato di un partner industriale;
- le finanziarie regionali, che operano con capitale proprio o dotazioni costituite da azioni correlate sottoscritte da investitori.

Abbiamo rilevato come tra tipologie di operatori e modelli di intervento il Private Capital stia mostrando una buona capacità di sviluppo di soluzioni ad hoc, anche se rimangono aree sulle quali si deve procedere verso un ulteriore miglioramento.

La prima area di miglioramento è legata al tema della derecognition bancaria. È necessario aiutare le banche a liberarsi sempre più di masse di crediti UTP, anche attraverso l'estensione di strumenti quali GACS e cartolarizzazione a questa tipologia di crediti (sulla base di quanto fatto per le sofferenze bancarie/bad loans).

Previsto poi il potenziale e consistente aumento delle inadempienze probabili, è razionale prevedere anche un conseguente aumento delle pratiche concordatarie che verranno presentate presso i tribunali. Già a seguito delle chiusure nel 2020, causa Covid-19, in numerosi tribunali si sono accumulate (e si stanno accumulando) molte procedure, in un quadro in cui il diritto civile e amministrativo italiano è conosciuto per le lunghe tempistiche di smaltimento delle stesse. Questo, oltre ad allontanare potenziali investitori esteri, lascia le aziende in difficoltà in uno stato di pendenza/attesa, aumentando così le probabilità di default. Si pone pertanto il tema di accelerare la gestione delle tempistiche delle procedure e facilitare l'immissione di nuova finanza. A riguardo la "composizione negoziata della crisi di impresa" (CnC) entrata in vigore il 15 novembre 2021 potrebbe contribuire significativamente alla graduale soluzione del tema. Lo strumento introdotto con la nomina dell'esperto per valutare le prospettive di risanamento dell'impresa si colloca nella direzione di una fattiva "degiurisdizionalizzazione" delle procedure di risanamento, spostando le trattative all'imprenditore e alle parti interessate, promuovendo così un più facile e veloce percorso di risanamento senza sovraccaricare i tribunali.

Ma queste misure da sole non sono sufficienti. Data la numerosità delle situazioni di crisi d'impresa che il Paese dovrà affrontare per non perdere le competenze e il saper fare, occorre ampliare in modo significativo il numero degli operatori del turnaround investing.

In tale contesto, i fondi attuali non sono sufficienti per far fronte all'ingente domanda di interventi di turnaround attuale e prossima.

È necessaria, quindi, una "chiamata alle armi" di professionalità capaci di affrontare questo mestiere non banale che richiede spiccate competenze industriali, tramite il coinvolgimento massivo di professionisti e manager che, aggregati in fondi, li vedano anche imprenditori quali investitori nelle aziende target oggetto di risanamento e rilancio. A fronte di ciò, fondamentale è l'intervento pubblico a supporto di tali iniziative, in quanto manager e professionisti dispongono delle competenze ma non della adeguata capacità finanziaria. Il supporto pubblico dovrebbe essere pertanto indirizzato per favorire la nascita di nuovi fondi e nuovi operatori aventi manager e professionisti come parte attiva e principale del fondo stesso.