

TMA Newsletter

1. Investitori finanziari, un paracadute anticrisi. Se il management è quello giusto
2. Composizione Negoziata della Crisi, un'arma a doppio taglio?



Investitori finanziari, un paracadute anticrisi. Se il management è quello giusto

Nei primi tre trimestri del 2022 sono più che raddoppiati, rispetto allo stesso periodo del 2021, gli interventi di investitori istituzionali, soprattutto fondi specializzati in rilanci aziendali, nel debito e nel capitale di aziende in tensione finanziaria, passando da 9 a 20 (si veda tabella). Un'impennata che coincide con l'esplosione dei costi delle materie prime e soprattutto dell'energia, che ha indotto tanti imprenditori a valutare se non fosse meglio interrompere la produzione piuttosto che operare in perdita.

Siamo quindi in presenza di un fenomeno ciclico? “Effettivamente c'è una ciclicità, dovuta al fatto che le opportunità d'investimento nascono proprio dalle crisi” spiega Riccardo Marcio, responsabile dell'ufficio npl del Banco di Desio. E a questo proposito è significativo il ruolo marginale che le banche hanno in questa tendenza. “E' raro che una banca, soprattutto se di grandi dimensioni, faccia il capofila di un piano di rilancio” riferisce Enrico Castagnoli, temporary manager nonché membro della Turnaround Managers Association, che continua: “Spesso questi programmi sono finanziati, oltre che da fondi specializzati in Utp, da piccole realtà come family office o club deal, in grado di raggruppare investitori locali

che conoscono bene punti di forza e di debolezza dell'azienda da rilanciare.” In proposito vale la pena ricordare due casi recenti, come il rilancio della maxi concessionaria di auto Koelliker (si veda la Newsletter TMA di giugno), coordinato dalla Finanziaria Canova, la società, guidata da Roberto Giacobone, specializzata appunto nell'organizzare investimenti in club deal.

In realtà ci sono anche dei fattori tecnici a frenare il coinvolgimento delle banche nei piani di rilancio. Spiega ancora Marcio: “Le regole europee sulla vigilanza bancaria valgono allo stesso modo per tutte le banche, che siano istituti di respiro nazionale o locale, con questi ultimi, mi riferisco soprattutto alle BCC, che in realtà conoscono molto meglio le piccole e medie aziende dei rispettivi territori, come noto la spina dorsale del tessuto produttivo italiano. Se una banca dà credito a un'azienda con un rating non proprio eccellente, poi sorgono problemi di maggiore assorbimento patrimoniale”.

Un problema destinato a diventare sempre più pressante, perché a



Riccardo Marcio'

causa dell'esplosione dei costi di energia e materie prime “c'è un incremento delle crisi aziendali e dei processi di ristrutturazione” segnala Marcio. Ma proprio il sopraggiungere della crisi dell'energia potrebbe rendere questi processi più difficilmente finanziabili. “Se prima delle recenti crisi dovute alla pandemia e alla guerra in Ucraina la banche avevano una maggiore elasticità a valutare piani di ristrutturazione contenenti anche componenti ipotetiche e future, adesso, con le difficoltà economiche attuali e l'introduzione di nuove norme legate al Codice della crisi di impresa, il ceto bancario dimostra una minore propensione a valutare ipotesi non basate su dati concreti e subito dimostrabili. Se questi mancano, le banche tendo-

no subito a irrigidirsi”.

Ma cosa deve avere un piano di rilancio per essere definito serio? “Anzitutto non deve essere il tentativo di scaricare il costo della crisi aziendale su banche, fornitori e dipendenti, cioè sugli stakeholder, lasciando invece trasparire l'assunzione di responsabilità da parte del management. Inoltre, gli obiettivi posti dal management devono essere perseguibili, cioè basati sulla reale possibilità dell'azienda, e condivisibili con le banche. Non ci si può inventare piani di espansione all'estero quando si è sempre prodotto per il mercato italiano” aggiunge Marcio. Inoltre, anche quando finanziano un turnaround, le banche hanno bisogno di garanzie, la cui principale forma in questi casi è il covenant, ovvero una clausola contrattuale basata su precisi indici finanziari, come il rapporto tra posizione finanziaria netta ed ebitda.

Ma dato che intervenire su un'azienda in crisi richiede spesso



Guido Lombardo

Composizione Negoziata della Crisi, un'arma a doppio taglio?

La Composizione Negoziata della Crisi (CNC) è nata nel contesto del sostanziale stop all'attività economica provocato dai lockdown legati all'emergenza Covid, che ha indotto il governo a introdurre uno strumento che consentisse a tante imprese di risolvere per via stragiudiziale situazioni di difficoltà economica e finanziaria che non erano evidentemente legate a una mala gestione ma a innegabili problemi del sistema economico generale. Non a caso l'istituto della CNC è stato introdotto nell'ottobre 2021, in anticipo rispetto al sistema normativo del nuovo Codice della Crisi d'Impresa, nel quale la CNC è stata incorporata, entrato invece in vigore il 15 luglio dell'anno successivo.

In tal modo il legislatore ha inteso introdurre uno strumento più agile e più prontamente accessibile rispetto alle procedure ordinarie, e in cui viene data priorità al mantenimento della realtà produttiva (con le ovvie conseguenze sul piano economico e occupazionale) rispetto al mero soddisfacimento del ceto creditizio, in cui la liquidazione dell'azienda è vista come extrema ratio.

La CNC è stata prevedibilmente bene accolta negli ambienti imprenditoriali e anche tra i consulenti. Lo stesso non si può dire tuttavia per il settore finanziario, dove l'atteggiamento vero il nuovo istituto è improntato a una certa prudenza. Il punto era già stato sollevato da Mauro Trabatti, managing director per l'Italia dell'area turnaround di Alix Partners, il quale sottolinea l'importanza che non si instaurasse una pratica troppo sbilanciata a favore dell'imprenditore, pena il rischio di scoraggiare il flusso di nuovi investimenti verso le aziende in rilancio (si veda la Newsletter TMA di luglio). Un timore prontamente confermato dagli stessi finanziatori.

Il problema non si è ancora palesato essenzialmente per due motivi. Anzitutto, molte aziende durante il Covid hanno approfittato

SEQUE

una flessibilità, anche in termini di rispetto dei covenant, che raramente le banche possono permettersi, questo lascia appunto spazio all'intervento degli investitori specializzati, come lo sono i fondi che investono negli Utp o comunque nelle esposizioni verso le banche di aziende in tensione finanziaria, ma dal business ancora sano. Questi investitori hanno giocato un ruolo non marginale nel ridurre il peso dei crediti deteriorati sui bilanci bancari nel biennio 2020-21. Di solito il loro intervento è conseguente all'acquisto di esposizioni distressed dagli istituti di credito. Ma adesso "l'elemento di novità è un cambio di approccio culturale. Oggi sono sempre più gli imprenditori ad anticipare i segnali della tensione finanziaria e a chiedere supporto ad operatori istituzionali" segnala Vincenzo Manganelli, gestore dei fondi CCR I e II di Dea Capital Alternative Asset Management sgr.

Uno sviluppo che porta in primo piano il problema del rapporto tra l'investitore e la proprietà e il management dell'azienda in difficoltà. Continua Manganelli "quando il mondo della finanza entra in contatto con aziende in fase di riorganizzazione, non sempre in queste ultime c'è la consapevolezza dello stato di tensione o dell'urgenza di intervenire. Bisogna sempre rispettare la storia delle aziende e degli imprenditori, comprenderne l'emotività ma anche comprendere insieme le ragioni del perché oggi quella azienda si trova in una situazione di difficoltà". L'imprenditore infatti prova verso l'azienda che ha creato o ereditato un legame paragonabile a



Vincenzo Manganelli

quello che si prova verso la propria famiglia, a volte anche più forte. "rispettare la storia dell'azienda vuol dire concentrarsi sul piano industriale e lo sviluppo delle realtà, agire sulle inefficienze"

Quindi l'atteggiamento che un investitore finanziario deve avere non può essere quello di un ispettore del fisco o un revisore dei conti. "Non si può intavolare un ragionamento esclusivamente su multipli ed ebitda, non avrebbe senso. Bisogna invece ragionare sull'allineamento di interessi. In questo modo nell'azienda tutti remano nella stessa direzione e possono avere ritorni, come dimostra la nostra esperienza pratica. Allineando gli interessi tra investitori, imprenditori e banche, abbiamo investito anche in aziende con assenza di equity value. All'uscita, grazie alla performance dell'azienda, ci sono stati ritorni per tutti".

Tra l'altro i momenti di crisi possono essere altrettante op-

portunità per una trasformazione dell'azienda stessa. Cosa che si propone di fare Dea Capital con il nuovo fondo Flexible Capital, destinato ad aziende che fatturano più di 50 milioni di euro e molto indebitate ma con il potenziale per cambiare pelle diventando molto più competitive. Manganelli fa l'esempio della Util Industries spa. "Produceva pastiglie per freni. Una volta rilevato il 70% nel 2017 convertendo in equity i crediti comprati dalla banche l'anno precedente, abbiamo lavorato con il management per diversificare il portafoglio prodotti e componenti. Si è inoltre investito in pannelli fotovoltaici al fine di produrre internamente parte dell'energia necessaria alla produzione. Grazie a questi interventi, i risultati sono in crescita e si contiene l'incremento del costo dell'energia che sarà il vero tema dei prossimi mesi per tutte le aziende". Nel 2021 Util ha fatturato 125 milioni di euro, il 50% in più rispetto al 2020. Come dire, rilanciare un'azienda a volte vuol

dire ricostruirla. "Inutile andare contro il mercato se questo non ti è favorevole. Cerchi di arretrare il meno possibile e nel frattempo prepararti a sfruttare nuove opportunità".

Un invito alla flessibilità condiviso da Guido Lombardo, ceo di Gardant sgr, che gestisce un fondo di investimento Utp che sinora ha raccolto e investito circa 600 milioni di euro nel 2021 e 2022, con l'obiettivo di arrivare 1,5 miliardi. "Ogni caso aziendale è una storia a sé. Nell'ultima operazione abbiamo acquisito circa 300 esposizioni, che abbiamo analizzato singolarmente investendo molto tempo e denaro. Ma soprattutto per capire la storia delle varie società, cioè del business, non solo per fare l'analisi del debitore. I problemi possono essere del tutto indipendenti dalla gestione finanziaria, come nel caso dei produttori di piastrelle, molto penalizzati dall'esplosione dei costi dell'energia.



Enrico Castagnoli

della chiusura da lockdown, e conseguente azzeramento del consumo di energia, acqua e materie prime, per accumulare liquidità, in questo aiutata dallo smobilizzo delle scorte di magazzino. Negli ultimi mesi la liquidità in eccesso ha aiutato le stesse aziende a far fronte all'esplosione dei costi degli input produttivi.

In secondo luogo, "tanti imprenditori sono riluttanti a mostrare i dettagli delle loro aziende ancora in bonis a una commissione (quella chiamata a nominare l'esperto che aiuta l'imprenditore a superare la crisi, ndr) dove sono presenti esponenti della magistratura" spiega un alto dirigente bancario.

Ma il perdurare della crisi energetica, che si è sommata alle difficoltà negli approvvigionamenti, inevitabilmente porterà a un forte aumento del ricorso alla composizione negoziata, che tende a indebolire la posizione dei finanziatori. "Molto dipenderà da come la CNC verrà utilizzata. Se gli imprenditori vi vedranno uno scudo a una gestione poco efficiente, la sua efficacia sarà alquanto limitata in quanto diverrà difficile trovare finanziatori disposti a investire sui rilanci aziendali" avverte Guido Lombardo, ceo di Gardant sgr.

Ma anche se il management ha commesso un errore, posso dire che la soluzione si trova sempre se si lavora insieme. Non facciamo gli imprenditori industriali ma finanziari, appoggiando con-

vintamente il management, se quest'ultimo si dimostra capace e costruttivo. Se si pretende di insegnare agli imprenditori come fare il loro lavoro, non si va da nessuna parte. Questo discorso ovviamente vale se tutte le parti rispettano regole condivise". Quindi, a prescindere da quanto disposto dal nuovo Codice della Crisi d'Impresa, (ex Legge Fallimentare) e soprattutto dalla normativa sulla Composizione Negoziata della Crisi (CNC), che a detta degli investitori non è esente da problemi (si veda box) sebbene finalizzata a preservare il patrimonio produttivo del Paese, la possibilità di finanziare il rilancio di un'azienda in crisi pare strettamente legato alla consapevolezza e onestà intellettuale della proprietà e del management, e alla loro determinazione di condividere un piano di rilancio con chi è chiamato a investirvi.

GLI INVESTIMENTI NELLE AZIENDE IN

Azienda	Investitore in turnaround	Tipo di investim.	Periodo di investimento
Acque Minerali d'Italia	Magnetar Capital - Clessidra Restructuring	Equity	01/02/22
Kipre	Gruppo Rigamonti	Equity	07/02/22
Wal-Cor	JP Morgan Glo Sp Situations –F. Salv- Occ .e Im.	Equity	24/02/22
The Organic Factory	Club deal di investitori guidato da Walter Maiocchi	Equity	02/03/22
Aligros	Solution Bank – AMCO	Debito	28/03/22
Seko Industries	Ibla Bank	Equity	26/04/22
Schneider	illimity Credit&Corp Turnaround F., illimity Bank	Debito	28/04/22
Fintyre	Springwater Capital, GSO Capital	Equity	29/04/22
Koelliker	illimity	Debito	30/04/22
Blue Panorama	Bateleur Capital	Equity	10/05/22
Conbipel	Grow Capital Global	Equity	10/05/22
Enertronica Santerno	Oxy Capital	Debito	15/06/22
Nespoli	illimity Credit&Corp Turnaround F.	Equity	21/06/22
Costa Edutainment	Idea CCR), Azimut Eltif Private Debt, illimity	Debito + Equity	01/07/22
D'Andrea & D'Andrea	SGT ACO Umbrella Italy Fund (Sagitta sgr)	Equity	02'/07/22
Ferrolì	Oxy Capital – Attestor Capital	Equity	17/08/22
Pernigotti	Lynstone Special Situations Fund II (JP Morgan)	Equity	30/08/22
Scarpe & Scarpe	RSCT (Pillarstone Italy)	Equity	08/09/22
EcorNaturasì	Unicredit, Bnl, Intesa Sanpaolo	Debito	10/09/22
Titagarh Firema	Hawk – Eye DMCC, Fondo Salv. Occup. E Imp.	Equity	10/09/22
Fimer	Generalfinance	Debito	26/09/22

TURNAROUND NEI NOVE MESI DEL 2022

Attuale azionista	Settore	Top Manager
Magnetar C. - Clessidra Restruc. - Pessina	Alimentare	Alessandro Frondella
Gruppo Rigamonti - WRM	Alimentare	
JP Morgan Global Special Situations – Invitalia	Alimentare	Attilio Capuano
Club deal di investitori guidato da Walter Maiocchi	Nutraceutica	
Famiglia Montinari	Edilizia	
Ibla Bank	Servizi alle aziende	
Famiglia Schneider	Tessile	
Springwater Capital, GSO Capital	Automotive	
Club deal organizzato da Fin. Canova	Automotive	Marco Saltalamacchia
Bateleur Capital	Trasporti	Bernard Bear
Grow Capital Global	Retail	Jeff Fardell
Gruppo Carraro, Famiglia Plocco, Fineldo Hldg, Mercato	Energia & Utility	Vito Nardi
Famiglia Nespoli, Illimity Icctf (5%)	Manifatturiero	Vito Germinario
Idea CCR II (10%), Oaktree, Famiglia Costa	Media & Entertainment	Giuseppe Costa
SGT ACO Umbrella Italy F. (Sagitta sgr), famiglia D'Andrea	Edilizia	Michele D'Andrea
Oxy – Attestor (96%), famiglia Ferrolì	Metalmeccanico	Riccardo Garrè
Lynstone Special Situations Fund II (JP Morgan)	Alimentare	Maurizio Benvenuti
RSCT (Pillarstone Italy, 70%), famiglia Pettenuzzo	Retail	Marcello Pace
Alpa, famiglia Paravicini Crespi, famiglia Rossi Cairo	Retail	Fausto Jori
DMCC (13%), F. Salv. Occ. E I, (30%)., fam. Chowdary	Metalmeccanico	na
Famiglia Carzaniga	Energia & Utility	Filippo Carzaniga