

IMPRESE Nel 2012 sarà boom di ristrutturazioni per la scadenza di ingenti stock di debito, ma la stretta creditizia fa traballare le aziende meno liquide. Gli advisor preferiscono evitare il concordato per i tempi ancora troppo lunghi

Salvataggi finiti in freezer

di Luca Gualtieri

In questi giorni si deciderà il destino di Seat. Banche, advisor, bondholder e fondi azionisti avranno tempo fino a mercoledì 30 novembre per mettere in sicurezza il gruppo torinese che edita le Pagine Gialle ed evitare lo spettro della Marzano. Si tratta di una partita delicata e dall'esito ancora molto incerto, che riporta al centro del dibattito il tema delle ristrutturazioni. Sono molte le società quotate e non che da tempo hanno in cantiere piani di risanamento. Endemol e Ferretti sono forse i due casi più significativi: entrambe le aziende sono leader nel loro settore e possono generare cassa per ripagare il debito. Le ristrutturazioni, però, sono rimaste al palo per l'estrema prudenza mostrata dalle banche in corso d'opera. I cantieri aperti sono molti e la lista potrebbe allungarsi nei prossimi mesi, visto che l'avversa congiuntura economica comprime sempre più i margini di profitto delle aziende. Stock di debito stipulati prima della crisi finanziaria verranno a scadenza e molte aziende dovranno intraprendere operazioni di stand-still, waiver o ristrutturazione. In questo difficile contesto l'atteggiamento delle banche creditrici risulta molto prudente, soprattutto per quanto riguarda l'immissione di nuova finanza, e questa generale avversione al rischio dilata i tempi delle operazioni. Lo stallo non riguarda soltanto imprese iper-indebitate e scarsamente patrimonializzate, ma anche quelle che navigano in acque più tranquille. Ad esempio, è diffi-

Debiti, una soluzione per le crisi d'impresa

In tempi di crisi l'obiettivo è favorire la sopravvivenza dell'impresa.

Emanuela Agostinelli*

Il risultato può essere raggiunto con gli strumenti che la riformata legge fallimentare mette a disposizione di imprenditore e creditori. Se la crisi non è irreversibile, tipicamente la scelta ricade tra i piani di risanamento attestati secondo l'art. 67 della legge fallimentare, che hanno un percorso totalmente stragiudiziale, e gli accordi di ristrutturazione del debito di cui all'art. 182 bis della stessa legge, che debbono essere omologati dal Tribunale. Ancor prima dell'entrata in gioco della riforma della legge fallimentare, già si faceva ricorso ad accordi di salvataggio privi di «ombrello» normativo, con conseguenze rilevanti sotto il profilo della responsabilità civile e penale. Oggi il quadro è cambiato e alla sostanziale eliminazione dello spettro dell'azione revocatoria in esecuzione dei piani di ristrutturazione del debito, altri benefici si sono aggiunti alla lista. Per effetto, da ultimo, della legge 122/2010, nel caso in cui al tentativo di risanamento dell'impresa faccia seguito il fallimento, la possibile rilevanza penale del piano di ristrutturazione sfuma notevolmente, dicendo la legge che i reati di bancarotta semplice e preferenziale non

si applicano in questi casi. Questa novità impone comunque prudenza di azione, specie quando la soluzione della crisi è affidata a strumenti totalmente stragiudiziali come i piani attestati della legge fallimentare. D'altra parte, questi ultimi sono da sempre la soluzione privilegiata dal ceto imprenditoriale, mentre l'accordo di ristrutturazione omologato dal tribunale è rimasto sino a qualche tempo fa lettera morta, anche per la ricorrente difficoltà dell'imprenditore di raggiungere la percentuale minima di consenso dei creditori (60%). L'ulteriore novità che le ultime riforme hanno portato in termini di prevedibilità dei finanziamenti potrà fornire agli accordi di ristrutturazione omologati un maggiore appeal, posto che questo beneficio non si applica alle diverse forme di risoluzione stragiudiziale della crisi d'impresa. Inoltre, sempre gli accordi omologati beneficiano di rinnovati vantaggi in termini di moratoria, atteso che per un periodo (fino a 120 giorni) i creditori non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio dell'impresa.

*studio legale Curtis,

Mallet-Prevost, Colt & Mosle LLP

possibili in questa fase, visto che l'm&a è praticamente fermo a parte qualche operazione di buyout. «Ricorriamo per lo più ad accordi di rinegoziazione dei debiti ex articolo 67 della legge fallimentare. Sono frequenti anche le operazioni ex articolo 182. Lo sforzo comune è di evitare procedure concorsuali che richiedono troppo tempo e non offrono garanzie di successo», spiega Maria Cristina Storchi, altro partner dello studio. C'è però ancora molta strada da fare per arrivare a un apparato normativo ottimale. «Le ristrutturazioni durano ancora troppo tempo, mentre negli Stati Uniti



Riccardo Agostinelli

cile accedere a nuovi affidamenti per investire o allungare il debito, anche a fronte di una buona marginalità e di fatturati in crescita. Insomma, la leva finanziaria ormai non esiste quasi più. Ne sono convinti gli avvocati dello studio legale Latham & Watkins, uno dei leader mondiali nel settore delle ristrutturazioni che in questi giorni sta lavorando proprio sulla partita Seat Pagine Gialle. In un sondaggio appena condotto tra investment bank, operatori di private equity e hedge fund in occasione di un seminario a porte chiuse organizzato a Londra, Latham &

Watkins ha raccolto gli umori che circolano sul mercato europeo. Per i professionisti della finanza, nella seconda metà del 2012 e per tutto il 2013 l'Europa conoscerà un boom di ristrutturazioni e l'Italia sarà l'epicentro di questo trend. Ma il contesto non sarà facile, al contrario. Secondo il 58% del panel la recente chiusura dei capital market produrrà un impatto significativo sulle operazioni in corso e su quelle future, e questo potrebbe determinare esiti negativi. Non si tratta di un dato supportato da ricerche, ma il sentimento raccolto è abbastanza attendibile. Gli esiti del sondaggio

sono peraltro ampiamente condivisi anche dai professionisti dello studio legale: «Molte società non potranno rispettare i covenant e dovranno intraprendere operazioni di waiver o chiedere nuova finanza alle banche», spiega a MF-Milano Finanza Riccardo Agostinelli, partner finance department. «Le banche però non sembrano orientate a concedere nuova finanza almeno fino alla metà del 2012. Lo stesso discorso vale anche per le aziende con un background solido e buone prospettive di crescita». Per gli studi legali le ristrutturazioni restano le uniche operazioni

il Chapter 11 viene deciso in pochi giorni. Anche procedure come l'escussione di un pegno o di un'ipoteca richiedono tempi in media più lunghi rispetto all'estero», aggiunge Agostinelli. C'è inoltre un problema di frazionamento nell'accesso al credito. Aziende anche piccole hanno troppe banche di riferimento e questo complica gli accordi di ristrutturazione in fasi come quella attuale. Infine soluzioni adottate con frequenza in altre giurisdizioni, per esempio la conversione dei crediti in equity, si scontrano spesso con l'opposizione dei creditori bancari. (riproduzione riservata)

Il private equity con anima pubblica serve alla crescita. Se ragiona da privato

Dal fondo F2i ai Tremonti bond, dal Fondo Italiano di Investimento al Fondo Strategico Italiano. Sono questi gli strumenti messi in campo nell'ultimo paio d'anni dal ministero del Tesoro per fare da volano a quella crescita economica indicata come obiettivo cruciale di governo dal nuovo premier, Mario Monti. «Quanto fatto dal Tesoro sinora con questi strumenti ha portato già grandi risultati con effetti davvero poco onerosi per il bilancio dello Stato», ha commentato Andrea Montanino, il dirigente del ministero che siede nei cda delle sgr F2i e Fondo Italiano. Montanino è intervenuto a un convegno organizzato lo scorso 17 novembre da Gianni Orignoni Grippo & Partners nella propria sede romana, con Francesco Gianni che ha fatto gli onori di casa insieme a Renato Giallombardo, il partner coresponsabile della practice di private equity dello studio legale, che ha chiamato a raccolta gli uomini di finanza per cercare di capire se la promo-

zione dell'attività di private equity da parte del pubblico può davvero funzionare e fare da volano per la crescita economica. Montanino ha ricordato che «il Tesoro ha investito solo 500 mila euro nel capitale dell'egr del Fondo Italiano, che però è così riuscito a catalizzare sottoscrizioni per miliardi da dedicare a investimenti in piccole e medie imprese e fondi di private equity focalizzati sulle pmi». Certo poi il Tesoro, tramite la Cassa Depositi e Prestiti, ha anche messo sul piatto soldi veri per i nuovi fondi. Tanto che l'economista Alessandro Penati ha detto che «francamente, il fatto che in momenti di crisi del debito il pubblico pensi a fare private equity mi trova del tutto contrario». Ma perché funzioni la collaborazione tra pubblico e privati, ha sottolineato Fabio Sattin, presidente di Private Equity Partners, «bisogna fare in modo che gli strumenti siano veramente diversi rispetto al passato e si usino in modo efficiente e meritocratico le poche risorse pubbliche nel rispetto delle logiche del

mercato e imitando le esperienze internazionali di successo». Peraltro, sembra che siamo sulla strada giusta. «Dopo l'esperienza positiva di F2i, i nuovi strumenti hanno attratto dal settore privato forti professionalità che adesso stanno lavorando con un approccio di mercato», ha commentato Giallombardo, che ha però ricordato: «Trattandosi comunque di strumenti di emanazione pubblica e considerate le tante partecipazioni che saranno acquisite, il tema del disinvestimento andrà gestito adeguatamente, con una exit policy il più possibile standard». Certo è che la presenza sulla scena italiana di tre fondi di private equity con un'anima pubblica ha spargliato il mercato. «Questi fondi portano già con una loro credibilità nei confronti delle banche», ha ammesso Michele Marocchino, managing partner di Lazard, precisando però che «poi le banche stabiliscono le condizioni sulla base delle singole operazioni». Quanto agli imprenditori, Salvatore Ruggeri, presidente e ad di Valvitalia, si aspetta «che un operatore come il Fondo Strategico abbia un approccio un po' meno aggressivo di quello dei fondi tutti privati». Insomma, per

private equity tradizionali oggi in Italia ci sono senza dubbio concorrenti ingombranti. Che però possono anche essere buoni alleati. F2i, rappresentato al convegno dal cda Carlo Micheli, ha già investito più volte con fondi infrastrutturali esteri, mentre Giampiero Mazza di Cvc e Aldo Di Bernardo di Carlyle si sono detti pronti ad allearsi con il Fondo Strategico. Quanto alla concorrenza sul mid market, l'ad del Fondo Italiano, Gabriele Cappellini, ha ricordato: «La maggior parte degli investimenti è stata destinata a fondi (140 milioni contro 86 milioni in pmi, ndr) e abbiamo stretto un accordo con il Fei per coinvestire altri 100 milioni a testa sempre in fondi». Non solo. Si sono detti interessati ad allearsi con Cappellini su specifici deal Fabio Borsari di Imi Fondi Chiusi sgr, Marco Canale di Mps Venture sgr, Mauro Moretti di Hutton Collins e Matteo Cordero di Montezemolo, che ha ricordato che «per sviluppare il business delle partecipate a livello internazionale, i fondi Charme possono contare anche sui coinvestimenti dei nostri sottoscrittori esteri». (riproduzione riservata)

Stefania Peveraro



Renato Giallombardo