

## UN MODELLO INTERPRETATIVO PER LE SPECIAL SITUATION

di Emanuele Colombo

“L’unicità di ciascuna crisi impedisce di definire delle regole generali per superarle tutte”. Così si esprimeva Jack Welch, ex CEO di General Electric e autore di uno dei più celebri interventi di turnaround nella storia del management.

Un progetto di ricerca condotto nell’ambito delle attività del “**Laboratorio Private Equity e degli LBO**” della **SDA Bocconi** ha confermato come non sia possibile definire regole generali e appropriate per ogni situazione di crisi, ma ha anche offerto l’opportunità di classificare la casistica di questi fenomeni in quattro diverse tipologie, ciascuna contraddistinta da un differente approccio manageriale alla risoluzione del problema.

La ricerca si è quindi basata sull’analisi empirica di un campione di 30 investimenti effettuati da private equity investors in imprese in **special situation** in un arco temporale di cinque anni – tra il 2004 e il 2008 - nel *mid market* italiano.

Il campione non particolarmente numeroso in ragione della caratteristica di novità di queste operazioni nel nostro paese è stato però sufficientemente rappresentativo, in quanto ha compreso la quasi totalità degli interventi effettuati dagli investitori di private equity negli ultimi cinque anni in questo segmento di investimento.

Si può affermare che un’impresa attraversi uno stato di special situation quando, a seguito di una circostanza particolare, il mercato ne sottovaluti il valore.

Gli elementi che qualificano una situazione speciale sono quindi due: da un lato la presenza di una **particular circumstance**, ossia un insieme di fattori contingenti responsabili dell’alterazione nella valutazione, dall’altro l’**opportunità** di agire su questa causa di discontinuità per creare valore.

Il modello proposto, rappresentato graficamente dalla figura 1, suddivide le situazioni speciali in quattro categorie, in base a due dimensioni di analisi.

La prima è la dimensione strategica, che consiste in un giudizio circa l’**appropriatezza del posizionamento strategico**, verificabile valutando la performance competitiva dell’impresa, a sua volta funzione dell’attrattività del settore in cui l’azienda opera e del presidio degli opportuni fattori critici di successo.

Gli esempi di realtà aziendali caratterizzate da un posizionamento strategico inappropriato sono numerosissimi, è quindi opportuno fare chiarezza fornendo qualche esempio:

- aziende che operano in settori che versano a loro volta in situazioni di crisi difficilmente reversibili, come ad esempio nel tessile;
- imprese *captive*, in relazioni di sub-fornitura con pochi grandi clienti, che operano quindi in condizioni di elevata disparità di potere contrattuale quando non addirittura in situazioni di monopsonio;

- società che pur producendo o commercializzando un prodotto valido sono penalizzate da incoerenze nelle scelte di marketing mix o da una struttura dei costi troppo rigida che sconta inefficienze sul fronte produttivo, logistico o del procurement.

La seconda dimensione di indagine attiene invece all'**andamento della situazione economico finanziaria** della società, che consiste nei casi analizzati in un deterioramento progressivo della marginalità e della situazione patrimoniale.

Questo deterioramento può poi avvenire per via di politiche finanziarie sbagliate o come diretta conseguenza di un posizionamento strategico inappropriato; l'asse delle ascisse della matrice rappresenta quindi il posizionamento nel percorso del declino della propria redditività tipico dell'impresa in "special situation": nella parte sinistra, l'azienda sta attraversando un periodo di declino, ossia uno stato di difficoltà, che riduce progressivamente la marginalità operativa, favorendo lo sviluppo degli indici di indebitamento verso un livello fisiologicamente insostenibile; all'estremo opposto di questo *continuum* troviamo le aziende prossime al financial distress, in cui il deterioramento ha compromesso ormai quasi del tutto la situazione economica, finanziaria e patrimoniale.

**Figura 1** Differenti tipologie di special situations

|                                  |             | <b>SITUAZIONE FINANZIARIA</b>                |  |
|----------------------------------|-------------|--|--|
|                                  |             | IN DECLINO                                   | CRITICA  |
| <b>POSIZIONAMENTO STRATEGICO</b> | APPROPRIATO | <b>VALUE ARBITRAGE</b><br><br><b>I</b>       | <b>FINANCIAL RESTRUCTURING</b><br><br><b>III</b> |
|                                  | INADEGUATO  | <b>TURNAROUND OPERATIVO</b><br><br><b>II</b> | <b>BUSINESS TRANSFORMATION</b><br><br><b>IV</b>  |

Il primo quadrante, è quello dei **value arbitrage**, ossia imprese in special situation pur avendo un posizionamento strategico appropriato e una situazione finanziaria ancora positiva o in declino, ma in ogni caso non critica e non del tutto compromessa.

Questa tipologia di investimento è per certi versi la più peculiare: in questi casi infatti l'elemento di discontinuità può essere dovuto a fattori contingenti, diversi da una crisi aziendale vera e propria, che sottovalutino il valore dell'azienda.

Un possibile esempio è un'azienda che ha visto il proprio valore sottostimato dagli analisti poiché un concorrente, che produce o commercializza lo stesso prodotto, ha immesso sul mercato prodotti dannosi per la salute o la sicurezza dei consumatori.

Tra i casi analizzati nel campione il riferimento è al Gruppo Roncadin, in cui la crisi del brand Arena, dovuta alla diffusione da parte di altri concorrenti di carne avicola contaminata, ha portato il gruppo ad alienare la propria Divisione Gelati, esente da problemi finanziari e dotata di un buon posizionamento strategico, a un fondo chiuso al fine di recuperare preziose risorse finanziarie necessarie per ristrutturare il gruppo e ridurre l'indebitamento.

In questi casi sia la ristrutturazione finanziaria che quella operativa sono limitate e solitamente incidono poco nella creazione di valore attraverso questa tipologia di investimento.

Il valore viene creato principalmente in fase di negoziazione, acquisendo la società a un prezzo inferiore al suo valore effettivo e in fase post acquisitiva, neutralizzando l'elemento di discontinuità che non fa apprezzare correttamente l'azienda al mercato.

Coerentemente alla definizione di arbitraggio, le maggiori criticità risiedono quindi: nell'identificazione di tali opportunità sul mercato; nella comprensione della vera natura del rischio sottostante allo stato di special situation; nel timing dell'analisi dell'investimento, che se non viene effettuato al più presto, verrà sottratto da un altro investitore, in grado di identificare questa possibilità di arbitraggio in tempi più rapidi.

Il secondo quadrante, in basso a sinistra, comprende invece le imprese in stato di special situation a seguito di un posizionamento strategico inappropriato.

Questa categoria prende il nome di **turnaround operativo**, in quanto diviene necessario focalizzare l'attenzione sui processi operativi dell'azienda per ristrutturarli, ripristinando l'economicità e aumentando i livelli d'efficienza e d'efficacia.

Due esempi in tal senso sono Lazzaroni ed il Lanificio Luigi Botto che non riuscivano più a fronteggiare i mutamenti dell'ambiente competitivo in quanto oberate da una struttura dei costi fissi troppo onerosa, dovuta a una serie di inefficienze attinenti alla dimensione operativa, facenti riferimento all'area produttiva, logistica e del procurement.

In questi casi è opportuno risolvere i problemi attinenti alle operations e completare il riposizionamento strategico al più presto possibile, prima che la situazione finanziaria degeneri ulteriormente favorendo la migrazione dal secondo al quarto quadrante.

Nel terzo quadrante, in alto a destra, sono comprese le società che presentano forti difficoltà sul fronte finanziario, pur avendo un posizionamento strategico appropriato al proprio ambito competitivo

Tra gli esempi di **financial restructuring** analizzati si segnalano imprese industrialmente sane come Cerruti, Frette e Conbipel colpite dalla propagazione della crisi finanziaria della parent, la Fin.Part fallita nel 2005.

Nei tre casi di studio la holding assorbiva i flussi di cassa operativi generati dalla gestione caratteristica delle controllate, che a causa del consistente drenaggio di liquidità venivano private delle risorse finanziarie necessarie a finanziare la propria attività.

E' pertanto frequente che, anche in questi casi, sia opportuno affiancare interventi di ristrutturazione operativa all'attività di financial restructuring vera e propria: l'azienda in crisi finanziaria comincia infatti ad avere problemi di turnover e ad esaurire quindi, non solo le

risorse finanziarie, ma anche quelle manageriali, necessarie per la gestione del proprio business.

Negli interventi di financial restructuring però la modalità di creazione di valore prevalente fa leva su interventi di negoziazione del debito, finalizzati ove è possibile allo stralcio e al riscadenzamento delle passività.

Solo in questo modo diventa quindi possibile utilizzare la nuova iniezione di capitale per superare la fase di *crisis stabilisation* e riportare così gradualmente l'impresa all'operatività che la contraddistingueva prima della crisi, in virtù di un buon posizionamento strategico.

Le imprese appartenenti all'ultimo quadrante infine attraversano una crisi molto profonda, che ha intaccato sia la dimensione finanziaria che quella strategica: per tale ragione è stata scelta la nomenclatura di "**business transformation**", a sottolineare la vera e propria metamorfosi che deve investire l'azienda affinché essa possa essere risanata.

In questa casistica rientrano quindi quegli interventi volti a rivedere in modo completo la *value proposition* dell'offerta, puntando di conseguenza sui pochi punti di forza rimasti, e allo stesso tempo agendo sulla dimensione finanziaria, affiancando così al turnaround operativo le opportune azioni di financial restructuring.

Lo stadio di business transformation è di norma successivo all'aggravarsi di una crisi di natura finanziaria piuttosto che strategica, in cui l'acuirsi della crisi provvede gradualmente a intaccare anche l'altra dimensione.

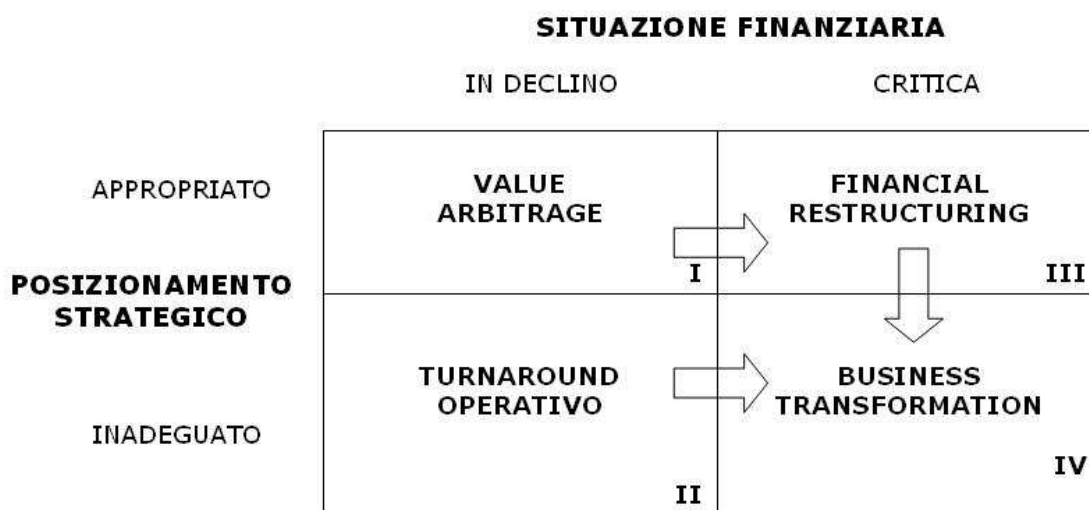
La fattispecie più comune che contraddistingue questa tipologia d'investimento è la seguente: l'azienda viene acquisita durante procedura fallimentare, o comunque quando il valore di *going concern* risulti ormai intaccato; il deal avviene poi in un'ottica di "asset sale", in quanto l'investitore riconosce il valore di alcuni asset che possono diventare strategici per ricominciare l'attività con una nuova realtà operativa, veicolando una proposta d'offerta diversa dalla precedente, che possa far ottenere all'azienda un posizionamento strategico appropriato

Se l'intervento si articola secondo questa modalità di investimento, la fase di ristrutturazione finanziaria viene completata durante la fase negoziale: trovato l'accordo coi creditori - che vengono soddisfatti in modo prevalente dal corrispettivo pagato dalla *newco* per acquisire gli asset di valore - la nuova società può iniziare la fase di ristrutturazione operativa "ripartendo da zero", non avendo più al passivo l'ingente indebitamento preesistente, lasciato in eredità alla *old company* in liquidazione.

Tra i casi analizzati nel campione, si citano gli esempi di Cirio e Giacomelli, nei quali l'acquisizione si è caratterizzata per il conferimento in una *newco* di categorie limitate di assets, quali i brand o la rete commerciale, e per una marcata discontinuità in termini di gestione manageriale.

Nella figura 2 sono descritte le dinamiche di migrazione da un quadrante all'altro, nei casi in cui il problema di fondo della special situation venga sottovalutato e non gestito nei tempi adeguati.

**Figura 2 Dinamiche di migrazione tra i diversi quadranti**



Aziende nel primo quadrante, rientranti nella fattispecie del value arbitrage, possono veder peggiorare la propria situazione finanziaria al punto tale da rendere necessario un consistente intervento di financial restructuring, prima di poter gestire la particolare dimensione di rischio che contraddistingueva in origine questa special situation.

E' invece improbabile che le difficoltà che un'impresa attraversa in stato di arbitraggio di valore possano invece impattare solo sul posizionamento strategico dell'azienda in questione, portandola così nel secondo quadrante: è più probabile che lo stato di difficoltà si traduca invece in una tensione finanziaria sempre maggiore, che se non viene gestita in tempi rapidi, può danneggiare anche la gestione caratteristica e portare a scelte strategiche che rendano inappropriato anche il posizionamento strategico, proseguendo la discesa verso il quarto quadrante.

Altrettanto improbabile è l'accadimento di circostanze così particolari e straordinarie che comportino la discesa immediata dal primo al quarto quadrante, provocando il simultaneo degrado di entrambe le dimensioni.

La mobilità tra secondo e quarto quadrante, e tra terzo e quarto, è invece relativamente comune. Essa costituisce infatti la naturale conseguenza del mancato intervento in uno di questi due aspetti della crisi che, qualora venga sottovalutato, contribuisca all'inevitabile degrado anche dell'altra dimensione.

Altrettanto paradossale risulterebbe invece la mobilità tra secondo e terzo quadrante, che significherebbe risolvere un problema a scapito di un altro.

Dall'analisi del campione possono essere tratte anche importanti considerazioni circa le **particular circumstances** sottostanti le special situations.

Per quanto riguarda le tre tipologie di situazioni speciali causate da una crisi (turnaround operativi, financial restructuring e business transformations) la principale causa è risultata essere il **bad management**, responsabile dello stato di difficoltà in oltre il 52% dei casi.

Per **bad management** si intende uno stile manageriale inappropriato, tra i cui tratti distintivi figurano: la vision limitata, l'inerzia, l'incapacità di reagire prontamente ai cambiamenti dell'ambiente competitivo e il mancato riconoscimento dei propri errori e delle proprie responsabilità.

Nel 52% dei casi il bad management era la causa principale – o una delle principali – della situazione di crisi.

Il **fallimento nell'attività di M&A** è stato invece alla base della crisi finanziaria del 28% delle fattispecie analizzate, seguono altre cause quali: la **propagazione della crisi finanziaria** della parent (12%); la **crisi del settore** di appartenenza (12%); la **difficoltà di integrazione** con la parent (8%); **errori nelle politiche finanziarie** (8%); politiche di **crescita incontrollata** e sviluppo non sostenibile (8%); **comportamenti fraudolenti** (8%).

I value arbitrage sono stati invece causati da *spin off* della parent in crisi o comunque intenzionata a rifocalizzarsi sul core business, nel 60% dei casi, e da complessità di governance nel 40% dei casi.

L'analisi empirica ha inoltre permesso di riflettere circa i razionali di fondo delle acquisizioni e i punti di forza sfruttati nelle azioni di neutralizzazione dei fattori di discontinuità.

Escludendo dall'analisi i value arbitrage, in cui il razionale dell'operazione è rappresentato dall'opportunità di acquisire a sconto società con una *value proposition* competitiva, il principale punto di forza su cui è stato possibile impostare le necessarie leve di intervento è risultato essere il brand.

Il 24% degli interventi aveva invece l'obiettivo di migliorare la *value proposition*, ritenuta interessante e potenzialmente competitiva: in casi come Lanificio Botto l'acquisizione era motivata da una gamma produttiva interessante che poteva essere oggetto di una miglior valorizzazione, al fine di comunicare al mercato i *points of difference* di una proposta d'offerta valida.

Nel 20% dei casi è risultata rilevante la possibilità di inserire l'investimento in un quadro strategico più ampio, attraverso **strategie di add on**, che hanno ad esempio orientato la scelta di Camelot di acquisire due player con un posizionamento strategico simile come Tanino Crisci e Sutor Mantellassi, permettendo in seguito alla nuova società di raggiungere la massa critica necessaria a sfruttare l'elevata *brand equity* dei due marchi.

Altri fattori come il know how produttivo tecnologico, il portafoglio ordini e la rete commerciale sono stati il razionale di un numero più ridotto di operazioni

Alla luce dei risultati ottenuti dalla ricerca, è quindi possibile affermare che i fenomeni di crisi aziendale hanno natura diversa ed eterogenea e che non esiste un'unica soluzione valida per ogni stato di crisi. Tuttavia, segmentando le special situations in quattro tipologie, è emerso come sia possibile codificare un insieme di *best practices*, specifiche a seconda della categoria di situazione speciale, che possano portare alla soluzione del problema a partire dal riconoscimento delle cause generatrici e associando ad esse le risposte e gli approcci manageriali sopra descritti.