

TENDENZE LEGALI Nel 2011 le operazioni di ristrutturazione aumenteranno perché scadranno numerose tranches di finanziamento attivate prima della crisi I legali di Latham & Watkins: bene la nuova 231, ma non sia solo burocrazia

Dodici mesi a tutto debito

PRINCIPALI RISTRUTTURAZIONI 2010 IN BORSA

	Principali banche coinvolte	Tipologia	Stato
◆ Antichi Pellettieri	n.d.	ristrutturazione del debito	chiusa
◆ Ciccolella	Unicredit Corporate Banking, Intesa Sanpaolo, Bnl, Mps	waiver sui covenants finanziari e sull'equity commitment	chiusa
◆ Crespi	Unicredit, Intesa Sanpaolo, Bnl, Ubi banca e altre	ristrutturazione del debito	chiusa
◆ Eems	Unicredit e altre	ristrutturazione del debito	chiusa
◆ Kerself	Unicredit, Intesa Sanpaolo, Bnl	ristrutturaz. e la rimodulazione del debito	in corso
◆ Meridiana Fly	Unicredit, Intesa Sanpaolo, Bnl	ristrutturazione del debito	in corso
◆ Olidata	n.d.	ristrutturazione del debito	chiusa
◆ Premafin	Unicredit, Mediobanca, Cariparma, Interbanca, Intesa Sanpaolo, Banco Popolare e Bpm	rifinanziamento del debito	chiusa
◆ Ratti	n.d.	ripatrimonializz. e ristrutturaz. del debito	chiusa
◆ Snai	Unicredit e altre	ristrutturazione del debito	in corso
◆ Socotherm	n.d.	ristrutturazione del debito	in corso
◆ Sopaf	Unicredit, Bpm., Mps, Barclays,	rimodulazione del debito	chiusa
◆ Stefanel	Popolare di Sondrio, Popolare di Novara, Intesa Sanpaolo, Unicredit, Mps e Banco Popolare	ristrutturazione del debito	chiusa
◆ Zucchi	Intesa Sanpaolo, Unicredit, Popolare Bergamo, Banca Legnano, Popolare Novara, Bnl	ristrutturazione del debito	in corso

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

di Luca Gualtieri

Il nuovo anno non porterà la trasformazione che Lucio Dalla cantava nel 1979. Al contrario, il 2011 confermerà o accentuerà il trend già in atto nella finanza italiana in merito alle ristrutturazioni del debito. Nel corso del 2010 molte società quotate e non si sono accordate con le banche per alleggerire i covenant e riscadenzare le linee di credito. A titolo di esempio, si possono citare i casi di **Stefanel**, **Sopaf**, **Zucchi**, **Crespi** o **Eems**. L'ultima operazione in ordine di tempo è stata **Premafin**. Martedì 22 dicembre le banche finanziatrici hanno trovato l'accordo sul rifinanziamento del prestito da 322,5 milioni contratto nel 2004 dalla holding della famiglia Ligresti. Altre aziende potrebbero ristrutturare l'esposizione debitoria già nei prossimi mesi e, nell'arco del 2011, il numero complessivo delle operazioni potrebbe aumentare sensibilmente.

Almeno questa è la previsione dello studio legale **Latham & Watkins**, uno dei leader mondiali in questo specifico segmento di attività. In un sondaggio condotto nel novembre scorso tra banche commerciali, merchant bank, advisory

team, consulenti aziendali e avvocati d'affari, **Latham & Watkins** ha raccolto gli umori che circolano sul mercato europeo. In primo luogo, quasi un terzo degli intervistati si aspetta che il numero di ristrutturazioni nel 2011 sarà lo stesso del 2010. Il 41% invece prevede che il numero aumenterà sensibilmente a partire dalla seconda metà dell'anno. «I dati del sondaggio sono relativi a una tavola rotonda che **Latham & Watkins** ha organizzato a Londra», spiega **Andrea Novarese**, partner finance department dello studio. Non si tratta di un dato supportato da ricerche, ma il sentiment raccolto è abbastanza attendibile. «In passato si pensava che il 2010 sarebbe stato l'anno dell'inversione di tendenza, ma così non è stato. Probabilmente abbiamo vissuto il punto più grave della crisi,

ma in ogni caso la risalita non sarà immediata», commenta **Novarese**. Quindi che cosa accadrà nel nuovo anno? «Nel 2011, ma anche nel 2012, molti stock di debito stipulati prima della crisi verranno a scadenza, in un contesto in cui il mercato del credito è ancora difficile e con l'economia reale in forte difficoltà. Questo determinerà ragionevolmente un aumento delle ristrutturazioni». In base al son-

daggio **Latham & Watkins**, le cause delle singole operazioni andrebbero quindi ricercate nella maturazione del debito e nel peggioramento complessivo del quadro economico. I dati di sistema non sono incoraggianti: i consumi non sono ripartiti e settori chiave come l'automotive registrano ancora forti difficoltà. Qualche sorpresa negativa potrebbe venire anche dai debiti sovrani se la crisi in corso nell'Eurozona dovesse aggravarsi nei prossimi mesi. Ma per gli operatori un altro fattore di preoccupazione è l'eccessiva complessità delle strutture di capitale.

«**Di fatto**», commenta **Riccardo Agostinelli**, partner finance department di **Latham & Watkins**, «stiamo ritornando, sia pure con elementi di novità, alle strutture del 2000, quando la composizione era molto meno sofisticata: un terzo di debito bancario senior, un terzo di mezzanino e un terzo di equity». Negli anni successivi, secondo **Agostinelli**, è aumentata la componente di debito con prodotti più articolati: per esempio, le strutture A/B/C (ossia amortizing, semibullet e bullet), il second lien, il pik, la quasi-equity. «Adesso il second lien è sparito e il mezzanino è molto ridimensionato. L'impressione, in estrema sintesi, è

quella di un ritorno al passato e a una generale semplificazione delle componenti del capitale», conclude l'avvocato. Il sondaggio di Latham & Watkins si sofferma anche sulle procedure adottate dalla società in fase di ristrutturazione. Secondo il 51% degli intervistati, le ristrutturazioni avverranno per lo più attraverso il Chapter 11 americano e i corrispettivi europei. «Fortunatamente in questi anni il legislatore italiano ha emendato la legge fallimentare, articolando una serie di misure efficaci per fronteggiare le crisi aziendali», spiega Novarese. L'avvocato si riferisce infatti alla riforma del diritto fallimentare con i piani asseverati e la nuova disciplina della revocatoria (articolo 67), agli accordi di ristrutturazione dei debiti (articolo 182-bis) e alla nuova disciplina del concordato preventivo.

C'è però ancora molta strada da fare per arrivare a un apparato normativo ottimale. «Le ristrutturazioni durano ancora troppo tempo, con una media di 6-10 mesi. Deve essere riservata maggiore attenzione al recupero di redditività, tenendo conto però che non tutte le imprese possono essere salvate», precisa Novarese. Una menzione particolare va al progetto di riforma della legge 231. «Mi auguro che l'eventuale riforma della 231 non si trasformi in uno strumento puramente burocratico, come per esempio è avvenuto per la legge sulla privacy. Gli elementi di sostanza devono quindi prevalere su quelli di forma, tutelando la trasparenza e la regolarità delle operazioni», spiega Agostinelli. Le aziende italiane, poi, devono affrontare problematiche specifiche che rischiano di aggravare le crisi aziendali e di complicare la risalita. «C'è 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», puntualizza Novarese. In aggiunta, 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)



Giuseppe
Stefanelli