

Investire nelle Special Situation

di Gianluca Esposito (*) e Guidalberto Gagliardi (**)

Finanza Aziendale

Il risanamento di un'azienda in difficoltà è un processo complesso che espone l'impresa a rischi finanziari, industriali e operativi. Per questi motivi l'apporto degli operatori di turnaround risulta sovente fondamentale in termini di risorse finanziarie fresche e di competenze specialistiche.

Le special situation

Dal 2008 la crisi ha investito gran parte dei Paesi con durata e intensità variabili. Questa situazione, di per sé drammatica, ha fatto emergere numerose opportunità legate a processi di rilancio societario o alla possibilità di acquisire a basso prezzo aziende interessanti. La disponibilità di alternative d'investimento si è combinata con l'accelerazione della raccolta dei fondi di *private equity* (1) e con la crescente specializzazione di questi veicoli finanziari: il risultato è stato un'esplosione nei volumi del *turnaround investing*. In pratica, fondi più o meno specializzati hanno investito nelle c.d. *special situation* alla ricerca di occasioni per la creazione di valore.

“Con il termine ‘situazione speciale’ gli operatori intendono indicare un contesto di acquisizione in cui è possibile sfruttare inefficienze di mercato di particolare rilievo. Un tale contesto permette al prezzo di compravendita degli *asset* di discostarsi in maniera significativa dal valore intrinseco degli stessi” (2). In questo senso la crisi aziendale, latente o addirittura già conclamata in una procedura concorsuale, è solo uno dei possibili casi d'interesse. In effetti, le *special situation* possono essere schematizzate in alcune categorie, basandosi su due dimensioni d'analisi. La prima dimensione, quella strategica, riguarda l'adeguatezza del posizionamento dell'azienda in termini di attrattività del settore e di presidio dei fattori critici di successo. La seconda dimensione concerne il grado di deterioramento della situazione economica e finanziaria aziendale, che può andare da uno squilibrio sino a un vero e proprio *financial distress*, (fase in cui la situazione è gravemente compromessa). Per quanto le difficoltà aziendali possano essere causate

da fattori eterogenei, ripartendo le *special situation* in categorie è possibile definire per ognuna delle *best practice* risolutive.

In Tavola 1 sono rappresentate le differenti tipologie di *special situation*.

Financial Restructuring

In una situazione di *financial restructuring* si collocano società caratterizzate da ingenti difficoltà finanziarie ma con un adeguato posizionamento strategico nel mercato. L'intervento in questi casi è generalmente composto da una riorganizzazione operativa ma soprattutto dall'attività di *financial restructuring*. Gli interventi principali sono perciò connessi alla rinegoziazione del debito, inclusi stralci o riscadenzamenti. Alleggerendo la posizione finanziaria è possibile lasciarsi alle spalle la fase di crisi e riportare l'azienda all'operatività precedente sfruttando il buon posizionamento strategico.

Value Arbitrage

Si è in presenza di un posizionamento strategico appropriato e di un assetto finanziario che, per quanto teso o in peggioramento, non è totalmente pregiudicato. Qui le opportunità d'investimento si rifanno di solito a due casi: quando l'azienda fa parte di un gruppo o di una società *multi-business* e quando vi è un elemento di

Note:

(*) Equity Factory

(**) Equity Factory

(1) Secondo McKinsey, nel 2017 la raccolta globale dei fondi di *private equity* ha raggiunto i 397 miliardi di dollari, +11% sull'anno precedente. McKinsey, *The rise and rise of private markets*, february 2018.

(2) AIAF, “Il *private equity* nella crisi d'impresa”, in *I quaderni AIAF*, n. 141/2009.

Tavola 1 - Differenti tipologie di Special Situation

		Situazione Finanziaria	
		In Declino	Critica
P o s s i z i o n e a g i m e n t o	A p p r o p i a t o	II Value Arbitrage	I Financial Restructuring
	I n a d e g u a t o	III Turnaround Operativo	IV Business Transformation

E. Colombo, "Un modello interpretativo per le *Special Situation*", in *HR Online*, n. 10/2009.

discontinuità. La prima fattispecie si riferisce ai c.d. *carve-out* dove la proprietà può essere interessata a disinvestire a condizioni relativamente convenienti per un fondo in quanto l'azienda deprime il valore complessivo del gruppo o deconcentra il *management* rispetto a obiettivi prioritari (3). In altre circostanze l'azienda è in difficoltà per una perturbazione a livello settoriale, magari amplificata dai *media* (4): qui le necessità di riassetto finanziario e operativo sono modeste e il ritorno per un investitore può provenire dal saldo tra un'acquisizione realizzata a un prezzo inferiore al valore reale e una cessione che si realizzi dopo la scomparsa delle cause della discontinuità. La principale criticità sta nella tempestiva individuazione e valutazione di simili opportunità sul mercato.

Turnaround Operativo

Se l'azienda ha un posizionamento strategico inadatto e mostra sintomi di declino finanziario, l'attenzione si deve focalizzare sulla riorganizzazione delle attività aziendali allo scopo d'innalzarne efficacia ed efficienza. L'azione deve essere rapida per scongiurare aggravamenti e il possibile spostamento della crisi dal terzo al quarto quadrante (cioè quello in cui si trovano le aziende che necessitano di una radicale *business transformation*).

Business Transformation

La crisi è profonda e investe tanto gli aspetti finanziari quanto quelli strategici. La crisi può essere nata da fattori interni o anche da elementi esterni. Quest'ultimo caso si riscontra in molte imprese italiane, principalmente quelle operanti in settori maturi, caratterizzati da un eccesso di capacità produttiva o soggetti a pressioni concorrenziali per la mancanza di barriere all'entrata. Molte aziende sono sopraffatte dal contesto e quelle in grado di resistere possono non riuscire a sostenere a lungo la situazione, nemmeno se il *management* è stato abile nell'intuire la possibilità del declino. In queste circostanze gli interventi hanno l'obiettivo di ridefinire completamente la *value proposition* aziendale e si concentrano sugli eventuali punti di forza ancora presenti e, contestualmente, sugli aspetti finanziari. La condizione è estremamente complessa dovendo abbinare il *turnaround* operativo con urgenti misure di *financial restructuring*. Nelle fattispecie più compromesse, l'unica via d'uscita è un percorso liquidatorio. Qui un investitore interviene quasi esclusivamente in un contesto regolato da una procedura concorsuale. La prospettiva dell'investitore è di trovare alcuni *asset* strategici che possano essere sfruttati per dar vita a una nuova realtà operativa che permetta all'azienda di offrire un prodotto/servizio diverso dal passato, oppure dei cespiti che possano essere ceduti a terzi (immobili, partecipazioni, crediti o altro). Seguendo questo schema d'intervento, il riassetto finanziario viene concluso nella fase di trattativa iniziale, tramite un'intesa con i creditori i quali saranno soddisfatti principalmente dall'ammontare versato per acquistare gli *asset* strategici.

Si noti che le aziende possono spostarsi nella matrice, in peggioramento o miglioramento della loro situazione, in funzione della tempestività e della qualità dell'intervento di risanamento.

Note:

(3) G. Gagliardi, "Disinvestire attraverso i *carve-out*", in questa *Rivista*, n. 7/2017.

(4) Si pensi alla vicenda della "mucca pazza" che comportò serie difficoltà per tutti gli operatori della fillera zootecnica, oppure a un dirottamento aereo che può contribuire al calo delle vacanze tropicali.

Caratteristiche degli interventi di turnaround

“Turnaround è un termine anglosassone letteralmente non traducibile, usato per rappresentare tutti i processi sistematici di risanamento e rilancio delle imprese, infatti con il termine *turnaround* si intende, nell’ambito aziendale, il piano di risanamento e di ristrutturazione profonda di una azienda in declino o crisi” (5).

Lo scopo ultimo è consentire all’impresa in difficoltà di tornare a creare valore. Si tratta di un obiettivo ambizioso se si considera che si sta agendo in un contesto di crisi, anziché in una fase di crescita ed espansione. Il *turnaround* deve incidere sul posizionamento competitivo e perciò cambiare radicalmente l’impresa. Deve trasformare le strategie, i modelli comportamentali, organizzativi e culturali e i processi interni. E ciò avviene in un momento di sfiducia e di scarsità di risorse umane e finanziarie o addirittura, quando si ha una *business transformation*, in piena crisi di liquidità.

Questi interventi sono caratterizzati da:

- decisioni rapide assunte spesso in situazioni di emergenza e di tensione psicologica;
- modifiche radicali e traumatiche;
- cambiamenti che interessano tutti gli *stakeholder*, a cui sono frequentemente richiesti speciali impegni e sacrifici;
- ricerca di un ritorno all’equilibrio e alla profittabilità per riavviare quanto prima uno sviluppo orientato al lungo termine;
- necessità di ricostruire la credibilità dell’impresa all’interno e all’esterno;
- rischi di natura legale in capo a chi amministra di diritto e di fatto.

Naturalmente, più tardano i provvedimenti risanatori più aumenta la loro complessità e più scendono le probabilità di un esito positivo. Guatri, sin dalla metà degli anni Novanta, espresse chiaramente l’approccio operativo al *turnaround*: “si distinguono in questo percorso alcune fasi, momenti o stadi, in modo da ordinare logicamente la successione degli interventi che devono essere svolti in vista dell’obiettivo di recupero dell’impresa:

- 1) riconoscimento del declino e dell’adozione di una nuova *leadership*;
- 2) analisi-valutazione;
- 3) trattativa;
- 4) normalizzazione;
- 5) ritorno alla creazione del valore.

La durata che l’impresa prevede per ciascuna fase varia molto da caso a caso, l’impresa può anche portare avanti contemporaneamente due fasi” (6).

In generale comunque i processi di *turnaround* necessitano di un orizzonte temporale medio/lungo.

Se l’intervento è ritenuto possibile, l’impresa può utilizzare uno degli strumenti che la disciplina fallimentare italiana mette a disposizione in una prospettiva di continuità aziendale: concordato preventivo (art. 160 L.F.), accordo di ristrutturazione (art. 182-bis L.F.), piano di risanamento attestato (*ex art.* 67 L.F.).

Tre fattori particolarmente importanti

Il coordinamento dei creditori

“Riguardo il coordinamento dei vari creditori, *in primis*, è fondamentale evidenziare come essi giocano un ruolo da protagonisti, in quanto è indispensabile per intraprendere il processo di risanamento la loro collaborazione” (7). Il *management* dispone di limitate leve gestionali, dato lo stato di fragilità e instabilità in cui versa l’impresa. La problematica scaturisce dalla scarsità di risorse disponibili, con le quali non è possibile soddisfare tutti i creditori aziendali. In aggiunta a ciò, ciascuna controparte, avvalendosi degli strumenti in suo possesso, tenderà di far valere i propri interessi a discapito delle altre e di limitare la propria esposizione. Ottenere un equilibrio in circostanze simili è tutt’altro che agevole e, seppure nel rispetto della normativa, i vari accordi potrebbero risultare differenti tra loro.

Le condizioni di rinegoziazione del debito

Le condizioni di rinegoziazione del debito risultano altrettanto critiche, dato che dall’eventuale disponibilità dei creditori a concedere dilazioni o rifinanziamenti può dipendere l’intero esito del progetto di *turnaround*. Rientra quindi nei compiti del gruppo dirigente elaborare proposte “allettanti”, le quali non si preoccupino esclusivamente delle urgenze aziendali ma tengano presente anche le diverse esigenze dei creditori.

Note:

(5) L. Guatri, *Turnaround, declino, crisi e ritorno al valore*, EGEA, Milano, 1995.

(6) L. Guatri, *op. cit.*

(7) M. Fazzini - N. Abriani, *Turnaround Management*, IPSOA - Wolters Kluwer, Milano, 2011.

Lo stanziamento di nuova finanza

Di solito, infine, l'esito positivo del progetto è connesso allo stanziamento di nuova finanza, soprattutto nei settori che necessitano di frequenti investimenti. Tale esigenza porta a una situazione di difficoltà, in cui per colmare la posizione di indebitamento attuale bisogna ricorrere a nuovo indebitamento.

Le possibili strategie d'investimento nelle special situation

Vi sono degli investitori (8) che acquisiscono a prezzi minimi aziende in vario grado di difficoltà con l'obiettivo di rivenderle, per intero o smembrate, non appena un terzo ne saprà riconoscere il valore di mercato. Questi soggetti possono operare prettamente con intenti speculativi senza avere nessun interesse a influenzare il processo gestionale dell'azienda oggetto di investimento (per esempio gli *hedge fund*), piuttosto che mirare a una partecipazione attiva al processo di risanamento, talvolta detenendo una quota di controllo della società-obiettivo. In funzione del loro approccio, in altri termini, gli investitori possono seguire tre approcci d'investimento.

Strategie passive

Questa tipologia di intervento viene implementata tramite l'acquisto di una quota del debito della società che si trova in una situazione di squilibrio finanziario. "Lo scopo dell'investitore è quello di ottenere un profitto dall'acquisto di obbligazioni o di prestiti bancari ad un prezzo sensibilmente inferiore al valore nominale degli stessi, nella convinzione che il prezzo corrente sottovaluti il valore effettivo di recupero" (9). Gli operatori che operano tramite strategie passive acquisiscono quote circoscritte dell'esposizione debitoria aziendale per evitare che il fondo abbia una posizione di controllo e, contemporaneamente, per limitare l'esposizione al rischio verso una singola controparte.

Tra gli investitori più interessati vi sono gli *Hedge Fund* e i *desk* di *property trading*, i quali sfruttano l'ingente liquidità nelle loro disponibilità per cogliere i possibili investimenti in maniera opportunistica per mezzo di strategie passive. Questi soggetti apprezzano l'alta liquidità che caratterizza tale segmento di mercato, nonché il breve orizzonte temporale d'investimento (la posizione può essere detenuta anche soltanto poche settimane o addirittura giorni, raramente

più di un semestre). Nonostante la brevità delle operazioni le strategie passive generano rendimenti rilevanti che oscillano tra il 12% e il 20% (10).

Un'ulteriore particolarità delle strategie passive è la possibile implementazione di tecniche di copertura mirate a evitare esiti significativamente negativi. Esse possono essere attuate tramite una vendita allo scoperto delle azioni della stessa società di cui si detengono già strumenti di debito, oppure con l'assunzione di una posizione lunga con un CDS (*Credit Default Swap*) che ha ad oggetto la stessa società, con l'obiettivo di limitare le perdite nel caso estremo in cui la società, successivamente al fallimento venga posta in liquidazione e gli *asset* in suo possesso non siano in grado di soddisfare il debito acquisito. Come sempre le coperture hanno un costo (anche elevato in questi frangenti) che intacca il rendimento massimo teorico degli investitori che se ne avvalgono.

Un esempio classico di strategia passiva è la *buy and hold* che punta a sfruttare il contraccolpo fuori misura che possono subire azioni o obbligazioni in seguito alla dichiarazione di fallimento dell'emittente. In concreto può accadere che le obbligazioni della società *post* dichiarazione, siano scambiate con uno sconto dal 60% all'80% rispetto al valore nominale. Tali percentuali spesso sono pessimistiche se rapportate all'effettivo valore di recupero che si può ottenere dalle obbligazioni, ma dipendono dal divieto per molti investitori istituzionali, come i fondi pensione, di detenere strumenti ai quali è associato un *rating* non *investment grade* (11).

Altra categoria che fa parte dei possibili interventi passivi è la cosiddetta *busted convertible* in cui l'investitore concentra i suoi acquisti verso obbligazioni convertibili che abbiano un prezzo di conversione ampiamente distante dalla quotazione attuale delle azioni. Ciò comporta un annullamento del valore dell'opzione incorporata nell'obbligazione e un avvicinamento, se non una sovrapposizione, tra i prezzi dei titoli

Note:

(8) Talvolta chiamati *turnaround investor* o *vulture fund*.

(9) A. Gervasoni - F. Sattin, *Private Equity e Venture Capital, Manuale di Investimento nel Capitale di Rischio*, Guerini, Milano, 2015.

(10) A. Gervasoni - F. Sattin, op. cit.

(11) In seguito alla dichiarazione di fallimento questi soggetti devono disfarsi delle obbligazioni causando così un eccesso di offerta sul mercato che influisce negativamente sul prezzo di tali strumenti.

convertibili e di quelli ordinari. Il fondo, in pratica, scommette su un futuro rialzo del prezzo dell'azione sottostante: qualora ciò avvenisse l'investitore potrebbe convertire l'obbligazione ed entrare in possesso di azioni della società senza aver sostenuto nessun costo per l'opzione normalmente incorporata nel titolo di debito acquistato.

Non mancano metodi più articolati quale, per esempio, il *capital structure arbitrage* con cui il fondo tenta di generare un profitto approfittando di eventuali inefficienze nei corsi delle differenti classi di debito. Le strategie di arbitraggio implementabili sono numerose, come quelle che cercano di cogliere anomalie nella valutazione dei *recovery rate* delle differenti tipologie d'obbligazioni, oppure delle *probability of default* cumulative, riguardanti obbligazioni della medesima categoria ma con diverse scadenze. L'investitore che ritenesse che il mercato stia sotto-stimando il *recovery rate* associato a un titolo di debito *junior* e, allo stesso tempo, sovrastimando lo stesso indicatore di un titolo con maggiore *seniority*, potrebbe contemporaneamente acquistare il titolo *junior unsecured* e vendere allo scoperto il titolo *senior*, potenzialmente guadagnando dal disallineamento tra i due strumenti. Con la contestualità della vendita e dell'acquisto, l'investitore sarà altresì coperto nel caso in cui vi sia uno *shift* parallelo delle curve dei *recovery rate* associati ai due strumenti, facendo dipendere in tal modo i profitti dell'operazione unicamente dal differenziale tra i tassi di recupero dei due *bond*.

Come è evidente, le strategie passive sono impiegabili soprattutto quando la società in crisi è quotata in Borsa.

Strategie attive

Come per le strategie passive, non si presuppone l'esercizio del controllo societario. Però qui si ha una differente finalità dell'investimento, si vuole cioè influenzare il processo di ristrutturazione e riequilibrio, per esempio diventando un membro rilevante del comitato dei creditori.

Il processo d'investimento è più complesso e quindi, rispetto agli operatori concentrati sul *trading*, i fondi focalizzati su tali interventi hanno un *holding period* maggiore e un portafoglio concentrato su poche posizioni e con rilevante esposizione verso ciascun *target*. Tale tipologia d'investimento si realizza mediante l'acquisto di titoli di debito *senior secured* o *unsecured* presupponendone il loro agevole

disinvestimento *post*-ristrutturazione sul mercato obbligazionario o su quello azionario (in caso di conversione). Ciò grazie alla buona liquidità dei titoli delle società *target* che solitamente rientrano tra la categoria delle società quotate e con una capitalizzazione medio alta. Ultima caratteristica di tali strategie è che esse sono in grado di garantire ai fondi che le implementano rilevanti rendimenti che variano dal 15% al 20% (12), a fronte di un orizzonte temporale d'investimento mediamente di uno o due anni.

Strategie attive di controllo, anche dette strategie aggressive

Questo approccio presuppone un impiego di risorse maggiore da parte del fondo che deve acquisire il controllo della società e finanziarne il *turnaround*. L'investitore si prefigge un ruolo attivo nella gestione del rilancio aziendale. Come è facilmente ipotizzabile, dato l'ingente impiego di risorse economiche e manageriali da parte del fondo operante, l'orizzonte temporale di tale tipologia d'intervento non è inferiore a due anni, con un proposito di rendimento che varia dal 20% al 25% annuo (13). Questa strategia può essere implementata impiegando cinque metodologie d'investimento (che possono anche essere combinate):

- acquisto di titoli di debito già emessi;
- acquisto di nuove azioni (o altri titoli);
- acquisto di alcuni (o tutti) gli *asset* della società;
- *Loan-to-own*;
- *DIP*.

Nel primo caso, il fondo può concentrare i suoi acquisti su una quota rilevante di debito sociale già in circolazione, realizzando poi un *debt to equity swap* che gli consenta di entrare in possesso di un ammontare significativo di azioni che, alla conclusione della procedura concorsuale o extragiudiziaria, gli consentano il controllo del *target* (14). Di consueto questo primo intervento è seguito da un'iniezione di liquidità a titolo di capitale di rischio al fine di agevolare il riequilibrio della società e per consentire al

Note:

(12) A. Gervasoni e F. Sattin, *op. cit.*

(13) A. Gervasoni e F. Sattin, *op. cit.*

(14) L'approccio assomiglia al *buy out* con la differenza che qui il controllo si ottiene con l'acquisto di debito della società oggetto dell'intervento anziché con il ricorso a nuovo debito a copertura di una (gran) parte del prezzo della società.

fondo di detenere in maniera più salda il controllo del progetto. La posizione di controllo acquisita in seguito alla riorganizzazione finanziaria permetterà al fondo di nominare il nuovo *management* e di far eleggere in seno al consiglio di amministrazione i propri rappresentanti che si occuperanno della concretizzazione del *turnaround*.

La seconda metodologia generalmente prevede la sottoscrizione da parte del fondo di un aumento di capitale. Le risorse così raccolte saranno utilizzate dalla società in crisi per soddisfare completamente o parzialmente gli attuali creditori, dando così loro un'incentivazione a non opporsi alla realizzazione del piano di *turnaround*; in alternativa i fondi derivanti dall'aumento di capitale potranno essere impiegati per fornire risorse all'attività operativa aziendale congelando o stralciano l'indebitamento esistente.

Riguardo all'acquisto degli *asset* aziendali, tecnica ampiamente utilizzata negli USA, il fondo ottiene le attività dell'impresa dalla procedura fallimentare (15) o, in alternativa, all'interno del piano di riorganizzazione (16).

La quarta metodologia considerata, vale a dire il *Loan to own*, si attua fornendo risorse a una società che è in crisi ma che non è non ancora stata colpita da procedura fallimentare concedendo un prestito garantito e contestualmente contribuendo a un aumento di capitale. In tal modo, il fondo avrà un vantaggio tanto nel caso in cui la società ridiventasse profittevole e creasse valore (attraverso l'apprezzamento della partecipazione azionaria), quanto se il *target* dovesse chiedere l'ammissione al concordato preventivo (in tale situazione l'investitore potrebbe convertire la posizione debitoria in una quota azionaria di controllo). Tale strategia in particolari circostanze potrebbe essere attuata anche soltanto concedendo un prestito, senza dover iniettare risorse a titolo di capitale di rischio.

Anche il DIP (*Debtor in Possession*) *financing* rientra tra le strategie attive d'investimento. Si configura con la concessione di un finanziamento al *target* durante la fase di crisi o nel corso della procedura concorsuale. In tal modo l'investitore fornisce alla società le necessarie risorse per implementare il piano di ristrutturazione e viene quindi privilegiato rispetto ai vecchi creditori *unsecured*, grazie al riconoscimento di una maggiore *seniority* associata al nuovo credito concesso (17). Tale privilegio, in alcuni casi, vale

anche nei confronti dei precedenti creditori *secured*. Il DIP era uno strumento utilizzato prevalentemente dalle banche per sostenere le società in fase di ristrutturazione, ma negli ultimi anni tale metodologia è usata dai fondi di *private equity* e dagli *hedge fund*. Questi soggetti, infatti, apprezzano l'elevato livello dei tassi e delle commissioni riconosciute a chi eroga un finanziamento DIP, la protezione di cui si beneficia in caso di fallimento (18), nonché la possibilità che con il DIP aumenti la quota di debito *senior* in possesso del fondo e perciò il numero di azioni che gli saranno concesse *post*-ristrutturazione (magari sino a permettergli di raggiungere il controllo della società).

Come si è visto, le imprese in crisi possono talora contare sull'apporto di investitori finanziari per concretizzare i loro progetti di rilancio. In un prossimo contributo sarà approfondita l'attività di *turnaround investing* svolta dai fondi di *private equity*. Questi investitori istituzionali, infatti, sono gli attori che più spesso adottano strategie finanziarie di tipo "attivo/aggressivo". Essi inoltre vantano la realizzazione di numerose operazioni anche nel nostro Paese.

Note:

(15) La procedura *Section 363 sale*, per esempio, permette di concludere la vendita senza che la stessa debba essere preventivamente autorizzata dai creditori societari, in quanto la cessione è autorizzata dal giudice fallimentare. Essa, in particolare, stabilisce che se una società ha presentato richiesta d'ammissione al *Chapter 11* (altro istituto della legge fallimentare americana che comporta una riorganizzazione dei debiti e delle attività del debitore), essa può tramite un'asta competitiva supervisionata dal Tribunale fallimentare mettere in vendita le proprie attività. Le stesse, una volta aggiudicate, saranno libere da qualunque garanzia. L'acquisto tramite tale procedura appare parecchio allettante per i fondi i quali entrano in possesso di un bene liberato da ogni obbligazione futura. Talvolta i fondi intervengono in due momenti, in prima istanza concedendo un prestito alla società in crisi e successivamente partecipando all'asta sulle attività aziendali in cui offrono di acquistare queste ultime tramite lo stralcio del loro credito.

(16) Negli USA tale procedura è più gravosa per un fondo di *private equity* rispetto all'utilizzo della *Section 363 sale* in quanto prevede che la vendita sia autorizzata da tutti i creditori sociali, i quali perderebbero un bene sul quale soddisfarsi in caso di liquidazione della società.

(17) Per esempio, ciò in Italia può avvenire nell'ambito di una procedura *ex-art. 67 L.F.*

(18) A. Gervasoni - F. Sattin, op. cit., "L'agenzia di *rating* Moody's ha calcolato che storicamente i prestiti DIP hanno avuto probabilità di fallimento molto basse, pari circa allo 0,5% a fronte di rendimenti particolarmente elevati. I finanziamenti DIP tuttavia, non sono immuni da rischi: in alcuni casi, infatti, in seguito al fallimento del piano di ristrutturazione, i creditori che avevano concesso la nuova liquidità sono riusciti a recuperare anche meno del 30% del prestito concesso".