EnVent
The Distinctive, Specialist Capital Markets Firm

# Compagnia della Ruota

**Investment overview**

1. Profilo
2. Struttura del Gruppo
3. Management
4. Operazione di emissione POC
5. Mercato di riferimento
6. Modello di business
7. Quadro normativo
8. Rischi
9. Analisi finanziaria
10. Società comparabili quotate
11. Potenziale di rendimento del business model
12. Le nostre stime

Luigi Tardella – Head of Research
tardellaresearch@advisory.envent.it

Silvia Piersimoni – Research Associate
piersimoniresearch@advisory.envent.it

EnVent S.p.A.
Via Barberini, 95 – 00187 Roma
Telefono +39 06 896841

Information pursuant to Article 69 et seq. of CONSOB (Italian Securities & Exchange Commission) Regulation no. 11971/1999

## Investment summary

### Lo specialista delle *"Special Situation"*

Compagnia della Ruota (CdR) è una società di investimento quotata sull'AIM Italia che acquisisce asset e società italiane in dissesto finanziario o operativo, nell'ambito della gestione di crisi aziendali o di procedure concorsuali (*Special Situation*).
La crescita del settore del "*distressed*" in Italia, la riforma della legge fallimentare e le tempistiche di gestione e chiusura delle procedure concorsuali creano opportunità per questo settore.
L'esperienza del Management team e il posizionamento della Società consentono l'opportuno bilanciamento tra rendimenti elevati, rischi contenuti e tempi di payback relativamente prevedibili e brevi.

### Prestito Obbligazionario Convertibile (POC) a sostegno del piano di investimenti

CdR intende finanziarsi con un Prestito Obbligazionario Convertibile per un controvalore complessivo di € 4,95 milioni che supporterà l'attività di investimento.

### Un mercato dai rendimenti elevati

Un esercizio di simulazione delle performance osservate su un case study di mercato ha evidenziato che anche con crescite del capitale investito e rendimenti significativamente inferiori rispetto a quelli del case study, la liquidità disponibile permetterebbe il rimborso del POC a scadenza, senza necessità di indebitamento finanziario. Inoltre, la stima relativa al Patrimonio Netto per azione a fine 2019 (assumendo il prezzo per azione allineato a tale grandezza) garantirebbe una convenienza alla conversione in funzione di un'ipotesi di prezzo di conversione pari a € 1,1.

### Dati economico-finanziari consolidati

| *migliaia di euro* | 2011 A | 2012 A | 2013 A |
|---|---|---|---|
| **Ricavi** | **77** | **505** | **381** |
| *YoY %* | - | *552%* | *-25%* |
| **Risultato operativo** | **-21** | **167** | **36** |
| *incidenza sui ricavi %* | *-28%* | *33%* | *9%* |
| **Utile (perdita) complessivo*** | **474** | **216** | **2.278** |
| **Debiti Finanziari netti (-)/ Cassa (+)** | **57** | **3.756** | **3.052** |

*Nota: L'utile (perdita) complessivo è rappresentato al lordo delle quote di terzi



This document may not be distributed in the United States, Canada Japan or Australia or to U.S. persons

DISCLAIMER

La presente pubblicazione è stata redatta dall'Ufficio Research & Analysis di EnVent S.p.A. (di seguito, anche la "Società"), nelle persone di Luigi Tardella Head of Research Division e Silvia Piersimoni Research Associate. La presente pubblicazione non rappresenta né può essere interpretata come un'offerta o una sollecitazione ad acquistare, sottoscrivere o vendere prodotti o strumenti finanziari ovvero ad effettuare una qualsiasi operazione relativa a tali prodotti o strumenti.

La Società non garantisce alcun risultato specifico per quanto riguarda le informazioni contenute nella presente pubblicazione e non assume alcuna responsabilità per l'esito delle operazioni poste in essere sulla base della stessa o per i risultati prodotti da tali operazioni. Ogni eventuale decisione di investimento/disinvestimento effettuata dalla parte che riceve o comunque prende visione della presente pubblicazione è effettuata sulla base di una sua autonoma valutazione e sotto la sua esclusiva responsabilità. Pertanto, la Società e/o l'autore della presente pubblicazione non possono in alcun modo essere ritenuti responsabili per eventuali perdite, danni o minori guadagni che il soggetto utilizzatore della pubblicazione stessa dovesse subire in relazione all'esecuzione di qualsiasi operazione effettuata sulla base delle informazioni e/o di ogni possibile opinione e/o stima e/o raccomandazione contenute nella pubblicazione stessa.

Lo scopo della presente pubblicazione è soltanto quello di fornire informazioni che siano il più possibile aggiornate. Le informazioni ed ogni possibile stima e/o opinione e/o raccomandazione contenute nella presente pubblicazione si basano su fonti ritenute attendibili. Sebbene la Società compia ogni ragionevole sforzo per ottenere informazioni da fonti che ritiene essere affidabili, essa non si assume alcuna responsabilità in merito alla completezza, accuratezza o esattezza di tali informazioni e fonti.

Le più importanti fonti di informazioni utilizzate per la produzione della pubblicazione sono la documentazione dell'emittente (cioè le relazioni annuali e/o semestrali, comunicati stampa e presentazioni) e le informazioni messe a disposizione da provider di servizi finanziari (ad esempio Bloomberg, S&P Capital IQ, AIDA) o da studi di settore. Ogni possibile stima e/o opinione e/o raccomandazione espressa nella presente pubblicazione può essere soggetta a modifiche, senza preavviso, sulla base di nuove e/o ulteriori informazioni acquisite.

Né la presente pubblicazione né alcuna copia della medesima possono essere portate, trasmesse o distribuite negli Stati Uniti, in Canada, Australia o Giappone. Qualsiasi inosservanza di tali restrizioni può costituire una violazione delle leggi sugli strumenti finanziari previste dagli Stati Uniti, dall'Australia, dal Canada o dal Giappone.

La Società ha adottato idonee procedure interne per garantire l'indipendenza dei propri analisti finanziari, definendo anche specifiche regole comportamentali per gli analisti (per un maggiore dettaglio, si veda il documento pubblicato sul sito internet www.envent.eu). Envent S.p.A., che nell'ambito dell'Ufficio Research & Analysis, si avvale anche della collaborazione di soggetti e professionisti esterni, inoltre, potrebbe, direttamente o indirettamente, avere un potenziale conflitto di interessi con l'emittente e, per tale ragione, adotta misure organizzative e procedurali per la prevenzione e la gestione delle situazioni di conflitto di interessi (per un maggiore dettaglio, si veda il documento pubblicato sul sito internet www.envent.eu).

A tale riguardo, si segnala che EnVent S.p.A. ricopre il ruolo di Nomad (Nominated Advisor) dell'Emittente in relazione all'ammissione a negoziazione delle azioni emesse dall'Emittente stesso all'AIM-Italia- Mercato Alternativo del Capitale, sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana S.p.A..

EnVent non intende fornire una copertura continua sull'Emittente e dello strumento finanziario oggetto della presente pubblicazione, pertanto il presente documento costituisce una pubblicazione unica sull'Emittente e sullo strumento finanziario in essa considerato.

EnVent distribuisce il presente studio a partire dalla data indicata nel documento.

La riproduzione e/o la ridistribuzione, in tutto o in parte, direttamente o indirettamente, del presente documento, non espressamente autorizzate, sono vietate.

# Investment overview

## 1. PROFILO

### Lo specialista delle "*Special Situation*"

Compagnia della Ruota S.p.A. (CdR) è una società di investimento che opera nel settore delle cd. S*pecial Situation*, quotata sull'AIM Italia - MAC di Borsa Italiana dal luglio 2012.

**Mercato crescente, alimentato dalla crisi macroeconomica**

La Società acquisisce asset e società italiane in dissesto finanziario o operativo, nell'ambito della gestione di crisi aziendali o di procedure concorsuali (fallimento, amministrazione straordinaria, concordato preventivo, accordi di ristrutturazione e piani di risanamento).

L'attività di investimento riguarda aziende *distressed*, in temporaneo o irreversibile stato di illiquidità.
L'attività non è volta al risanamento attraverso un intervento operativo, bensì all'acquisizione degli asset da cui è possibile estrarre valore in vista di una futura dismissione.

**Management team di provata esperienza**

Compagnia della Ruota è stata fondata a fine 2010 dall'unione di un gruppo di professionisti provenienti da società quotate, società fiduciarie e società di gestione del risparmio, al fine di capitalizzare le esperienze professionali e imprenditoriali pregresse nell'ambito delle S*pecial Situation*.
Il management team di Compagnia della Ruota vanta nelle esperienze precedenti un track-record di investimenti pari a circa € 58 milioni e un tasso interno di rendimento medio annuo del 35% su un orizzonte temporale inferiore ai 3 anni.

**Strutturati per operare lungo tutte le fasi del recupero di valore di realtà *distressed***

La Società si è strutturata dotandosi degli strumenti operativi complementari allo sviluppo del proprio modello di business, acquisendo partecipazioni in Figerbiella S.r.l. (Figerbiella), una società specializzata nella gestione di trust liquidatori, e in Non Performing Assets S.r.l. (NPA), società focalizzata nel recupero di asset non performing.
Inoltre Compagnia della Ruota possiede le competenze necessarie ad assistere le società in crisi nella predisposizione e attuazione dei piani economico-finanziari alla base dei piani di risanamento e degli accordi di ristrutturazione del debito previsti dagli art. 67 e 182-bis della Legge Fallimentare, essendo tale attività di advisory propedeutica alla realizzazione del proprio core business.

Compagnia della Ruota ha avviato la propria politica di investimento nel 2012, accrescendo progressivamente la partecipazione in Borgosesia S.p.A., holding industriale quotata su MTA, sino al 20,81% delle azioni votanti.

La Società è vincolata alla distribuzione di un dividendo pari almeno al 75%

**Politica di distribuzione dei dividendi premiante**

dell'utile netto di esercizio.

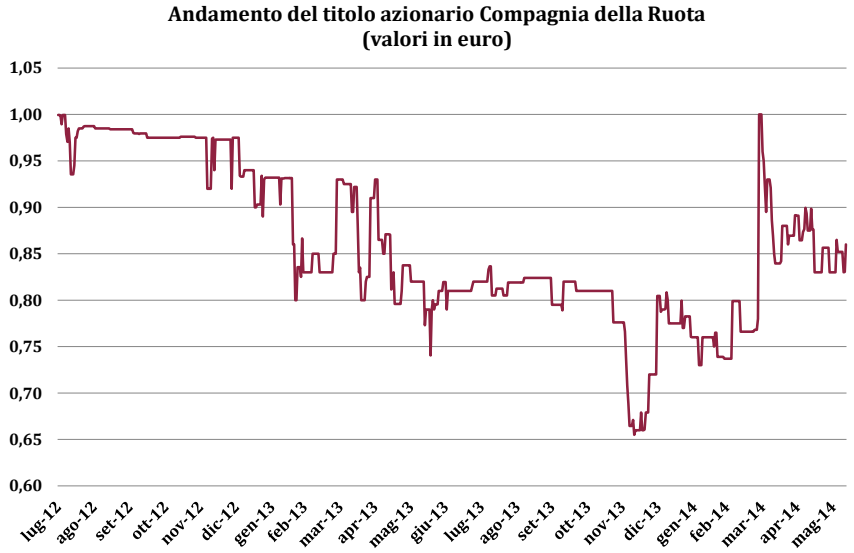
## Compagnia della Ruota in Borsa

**Dal 2012 su l'AIM Italia**

Il 30 luglio 2012 Compagnia della Ruota ha debuttato sull'AIM Italia – MAC gestito da Borsa Italiana, con una raccolta in IPO pari a € 3,5 milioni e una raccolta in fase di pre-IPO pari a circa € 1,6 milioni, per complessivi € 5,1 milioni, e una capitalizzazione di circa € 6,8 milioni.
La Società, con un capitale ampiamente diffuso, presentava un flottante al momento dell'ammissione in Borsa pari al 45,76%.

In sede di IPO sono state sottoscritte 3.514.615 azioni di nuova emissione di Categoria A, con un prezzo di emissione pari a € 1,00 per azione, corredate da Warrant Compagnia della Ruota 2012-2017.
Le azioni di Categoria A attribuiscono ai titolari privilegi in materia di distribuzione degli utili (utili netti dedotti della riserva legale, fino a occorrenza del 2% del valore contabile comprensivo della relativa riserva sovraprezzo, più l'80% degli utili residui).
Il capitale sociale della Società include anche azioni di categoria B, non quotate, che attribuiscono diritto di voto e conferiscono ai titolari particolari diritti in merito all'approvazione delle operazioni straordinarie e privilegi in sede di distribuzione di utili (20% dell'utile distribuito al netto della riserva legale e degli utili, di cui sopra, distribuiti ad azioni di Categoria A).
Al momento dell'IPO il capitale sociale includeva 1.599.998 azioni di categoria A Riscattabili, prive di valore nominale ed intrasferibili, alle quali erano abbinati gratuitamente 1 warrant per azione. Ad oggi tali azioni sono state interamente convertite o riscattate.

Figura 1.1

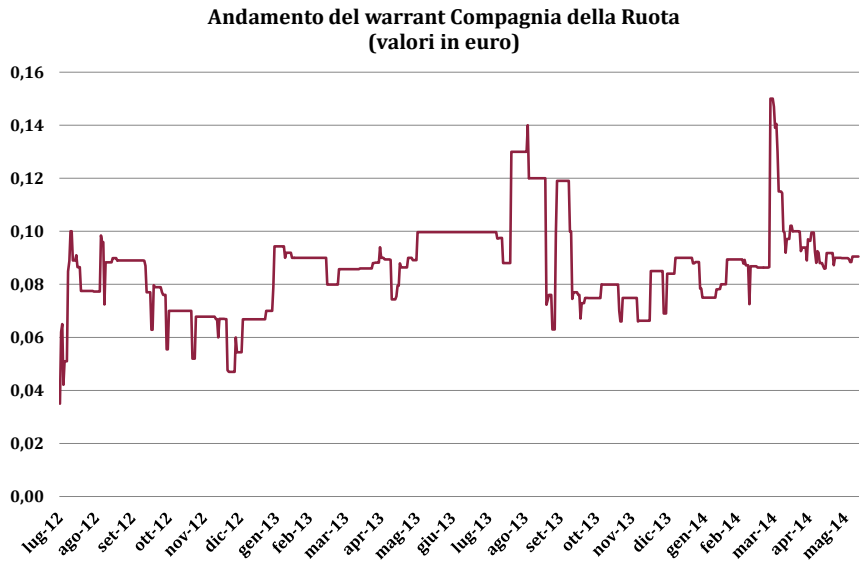



Fonte: Bloomberg, 11.06.2014 – ISIN IT0004818636

I Warrant sono stati assegnati gratuitamente, nel rapporto di 1 Warrant ogni 1

azione di Categoria A e azione di Categoria A riscattabile.
Ai titolari di azioni di Categoria B è stato assegnato un numero di Warrant pari alla metà di quelli assegnati ai titolari di azioni di Categoria A e Categoria A Riscattabile e a ciascuno di essi in proporzione alle Azioni di Categoria B possedute.
I Warrant Compagnia della Ruota possono essere esercitati tra il 3 settembre 2012 e il 30 giugno 2017, ad un prezzo di sottoscrizione pari a € 0,01 per ciascuna azione di compendio, purché il prezzo medio mensile relativo al mese solare precedente a quello in cui sono esercitati i Warrant superi € 1,20.

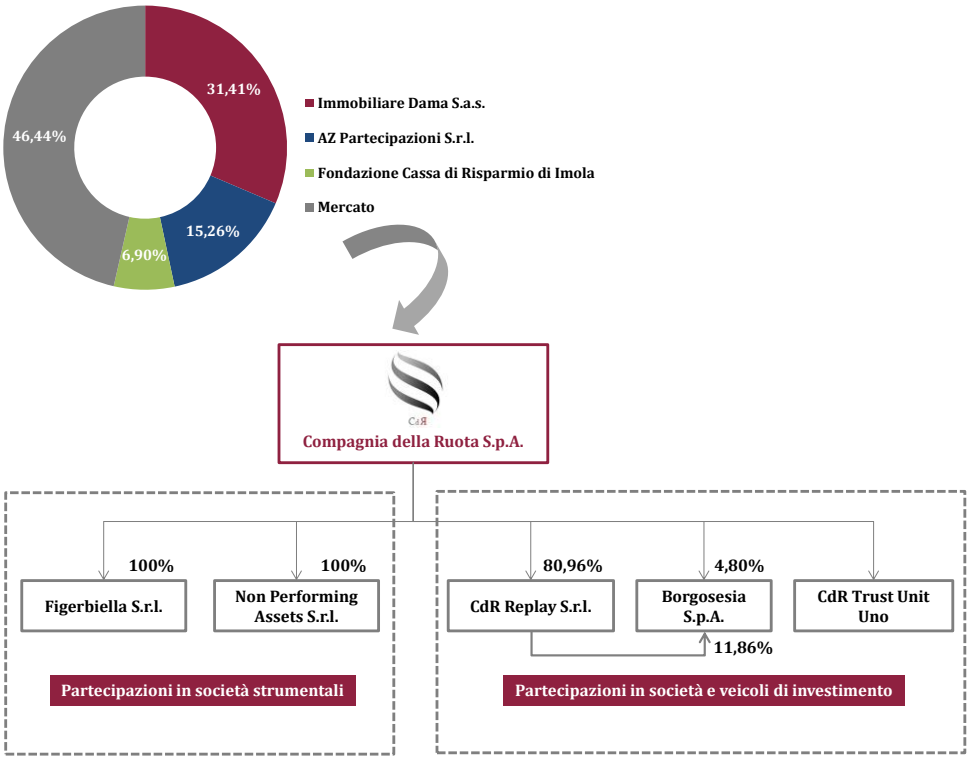
Figura 1.2




Fonte: Bloomberg, 11.06.2014 – ISIN IT0004818685

# 2. STRUTTURA DEL GRUPPO

Figura 2.1




Fonte: Informazioni fornite dalla Società

## Azionariato

Compagnia della Ruota presenta un flottante del 46,44%.
La società Immobiliare Dama S.a.s., azionista al 31,41%, è riconducibile al fondatore di CdR, Mauro Girardi.
AZ Partecipazioni S.r.l., azionista di CdR al 15,26%, fa riferimento ad Andrea Zanelli.
Il 6,90% del capitale di CdR è detenuto da Fondazione Cassa di Risparmio di Imola.

## Partecipazioni

Figerbiella S.r.l. è una società fiduciaria specializzata, tra l'altro, nella gestione di trust liquidatori.
Non Performing Assets S.r.l. si occupa del recupero di asset non performing.
Borgosesia S.p.A., quotata sull'MTA, è una holding industriale operante nei settori immobiliare, energie rinnovabili e risparmio gestito.
CdR Trust Unit Uno è un trust dedicato all'acquisto di crediti non performing.

# 3. MANAGEMENT

Figura 3.1

| Nome | Carica | Esperienze |
|---|---|---|
| Mauro Girardi | Azionista - AD - Presidente C.d.A. | • Oltre 25 anni di esperienza nel campo delle procedure concorsuali, in qualità di consulente, curatore e commissario giudiziale<br>• Presidente di Borgosesia S.p.A.<br>• Dal 2008, AD di Borgosesia Gestioni SGR<br>• Dal 1984, AD di Figerbiella |
| Andrea Zanelli | Azionista – Vice presidente non esecutivo | • Oltre 20 anni di esperienza nel mondo finanziario, come procuratore e negoziatore abilitato presso un agente di cambio<br>• Azionista e amministratore di una società di intermediazione mobiliare<br>• Azionista di maggioranza di During S.p.A., operante nel settore del lavoro interinale |
| Gabriella Tua | Amministratore non esecutivo | • Oltre 15 anni di esperienza nel settore delle società fiduciarie e nell' amministrazione patrimoniale<br>• Ha ricoperto le cariche di AD di Figerbiella S.r.l., consigliere di amministrazione di Borgosesia S.p.A. e Borgosesia Gestioni SGR S.p.A. |

Fonte: Informazioni fornite dalla Società

# 4. OPERAZIONE DI EMISSIONE POC

## Struttura dell'operazione

| | | |
|---|---|---|
| Struttura dell' operazione | Emittente | • Compagnia della Ruota S.p.A. |
| | Mercato di quotazione | • AIM Italia - MAC |
| | Tipologia di operazione | • Emissione di un Prestito Obbligazionario Convertibile (POC) "Compagnia della Ruota 2014-2019 – Obbligazioni Convertibili 6,5%" |
| | Dimensione | • Ammontare nominale complessivo massimo pari a € 4.950.000 - 49.500 obbligazioni al portatore convertibili in azioni di Categoria A di nuova emissione prive di valore nominale (Azioni A o Azioni di Compendio) |
| | Valore nominale | • € 100 per obbligazione |
| | Prezzo di sottoscrizione | • Alla pari |
| | Tasso di interesse | • Tasso fisso annuo lordo pari al 6,5% |
| | Durata del prestito | • 60 mesi a decorrere dalla data di emissione (15 luglio 2014) |
| | Periodo di conversione | • Dal 1 dicembre 2017 a scadenza (cinque periodi di conversione) |
| | Prezzo di conversione | • € 1,1 (ovvero 4.500.000 nuove azioni a fronte di 49.500 obbligazioni) |
| Tempistica | Emissione POC | • 15 luglio 2014 |

Fonte: Informazioni fornite dalla Società

## Impiego dei proventi

Compagnia della Ruota intende impiegare i proventi rivenienti dall'emissione del prestito obbligazionario per finanziare la società CdR Funding S.r.l., il cui capitale sarà integralmente sottoscritto.

Il Management si propone di concentrare l'operatività nelle situazioni di default, maggiormente in procedure relative ad aziende di dimensioni ridotte, piuttosto che in quelle relative ad aziende di dimensioni più rilevanti. In tale ambito le conoscenze, le relazioni e l'elevata professionalità del Management continuerebbero a rappresentare una barriera all'entrata rilevante e un vantaggio competitivo non facilmente imitabile/raggiungibile.

Un'adeguata disponibilità di risorse finanziarie consentirebbe di perseguire le migliori opportunità di investimento e i relativi ritorni/rendimenti, mentre verrebbero più difficilmente e lentamente raggiunti in presenza di vincoli finanziari/di liquidità che impediscano di coprire il fabbisogno finanziario immediato associato:

- alle operazioni di investimento che presentano fisiologicamente

un'iniziale differenza fra l'ammontare di passivo da rimborsare nell'immediato e l'attivo liquido o immediatamente liquidabile
- alla necessità di una fideiussione per garantire il rimborso del passivo dilazionato

# 5. MERCATO DI RIFERIMENTO

## Il mercato delle *Special Situation*

Il mercato/settore di riferimento di Compagnia della Ruota è quello delle cosiddette *Special Situation*, dove i protagonisti si propongono come acquirenti di:

- rami aziendali, beni mobili e/o immobili (inclusi crediti o partecipazioni in società, imprese o altre entità, anche quotate) detenuti da aziende che versano in situazioni complesse, di dissesto finanziario o operativo (c.d. soggetti distressed). Le compravendite di beni da tali soggetti avvengono normalmente nell'ambito di procedure concorsuali o di crisi aziendali gestite con strumenti di natura giudiziale o stragiudiziale
- crediti nei confronti di soggetti distressed (Non Performing Loans o NPL)

In Italia, lo sviluppo di tale settore è stato certamente favorito:

- dalle importanti modifiche apportate al R.D. 16 marzo 1942 n. 267, cd. Legge Fallimentare (LF) a partire dal 2005 (c.d. riforma del diritto fallimentare)
- dalla crisi avviatasi nel 2007-2008 che ha permesso alle novità introdotte sul piano legislativo di trovare un'immediata (seppur a volte imperfetta e farraginosa) applicazione

Fra le più importanti novità introdotte dal legislatore:

- una maggiore flessibilità nell'utilizzo di strumenti già esistenti in grado di intervenire a favore di imprenditori nei diversi momenti/stadi di una situazione di difficoltà/crisi (ad esempio il concordato preventivo) e la creazione di nuovi strumenti ad hoc (piano di risanamento ex art. 67 LF o piano di ristrutturazione ex art. 182 bis LF), in modo da favorire anche il coinvolgimento di soggetti terzi al fine di supportare il processo di ristrutturazione/turnaround
- il maggior incentivo per soggetti terzi ad intervenire a vario titolo (acquisto di attività, concessione di finanziamenti a vario titolo) nel processo di ristrutturazione/turnaround di aziende in difficoltà/crisi senza il rischio che la loro azione sia sistematicamente e comunque resa vana da strumenti di tutela dei creditori preesistenti alla crisi (azione revocatoria, ad esempio)

Il legislatore ha quindi affiancato alla tutela delle ragioni dei creditori preesistenti allo stato di difficoltà/crisi, l'esigenza/opportunità di salvaguardare (secondo gradi diversi in base alla situazione e alla natura della crisi) la continuità aziendale o il maggior valore di realizzo dei beni aziendali (anche in assenza di continuità aziendale).

Proprio a partire dal 2005 sono state avviate in Italia alcune iniziative imprenditoriali per trarre vantaggio dalle novità apportate dalla riforma del

diritto fallimentare, come pure hanno cominciato ad operare (direttamente o tramite accordi commerciali/di partnership con realtà o professionisti locali) hedge funds o private equity stranieri specializzati in investimenti in distressed assets.

Contemporaneamente si è osservata, soprattutto a partire dall'avvio della crisi nel 2007-2008, una riorganizzazione delle banche di medie/grandi dimensioni, che hanno creato delle nuove divisioni:

- per gestire i processi di risanamento/ristrutturazione che prevedono una rimodulazione delle originarie scadenze degli affidamenti concessi, eventualmente accompagnata dall'erogazione di nuova finanza (piani di risanamento ex art. 67 o piani di ristrutturazione ex art. 182 bis LF)
- per gestire in maniera più organizzata le situazioni di crisi più grave/insolvenza (concordati preventivi, fallimenti)

Tali divisioni sono divenute ben presto interlocutori degli operatori specializzati in investimenti in aziende distressed, anche al fine di operazioni di compravendita di portafogli NPL.

## L'evoluzione del mercato nel periodo 2007-2013: i protagonisti

Rispetto al quadro generale delineato dalla riforma del diritto fallimentare e dalla crisi economica e finanziaria avviatasi nel 2007-2008, si è osservato il diffondersi di diverse tipologie di operatori, distinti fra loro a seconda della operatività/strategia di investimento perseguita e attuata:

- operatori interessati a partecipare direttamente e prevalentemente al processo di ristrutturazione aziendale, cioè a intervenire direttamente nella gestione dell'attività imprenditoriale in crisi attraverso l'acquisizione di rami d'azienda o di partecipazioni nelle società oggetto di ristrutturazione, eventualmente affiancati da un soggetto industriale o in previsione di una successiva way out (garantita "ora per allora") a favore di tale soggetto. Si tratta essenzialmente di fondi di private equity o società finanziarie che, ad esempio, possono effettuare acquisizioni di rami d'azienda da società interessate a procedure di amministrazione straordinaria o concordati preventivi (ovvero da aziende interessate a procedure stragiudiziali). In Italia, sono stati, o sono tuttora appartenenti a questa categoria, la società Management & Capitali, i fondi Atlantis Capital Special Situations, Orlando Italy Special Situations, Oaktree, I2 Capital
- soggetti interessati prevalentemente o esclusivamente all'acquisizione di attivi/beni aziendali da imprese in difficoltà o crisi conclamata, anche c.d. intangibles (azioni revocatorie o di responsabilità verso organi sociali) e che strutturano operazioni di compravendita di tali beni anche attraverso operazioni di concordato preventivo o fallimentare. In questo ambito si è osservato l'intervento nel mercato italiano tanto di divisioni di banche d'investimento (Goldman Sachs, Deutsche Bank, Bank of America/Merryl Lynch, etc.) o fondi di private equity stranieri (Värde Partners, Cerberus Capital Management) - non necessariamente con una sede stabile in

Italia, ma eventualmente con accordi commerciali/di partecipazione azionaria con società/soggetti italiani - quanto di operatori nati sul mercato italiano. Fra tali soggetti si ricordano Europa Investimenti, Guber, Jupiter Finance (poi confluita in Cerved Group), FBS, come pure una serie di altre società partecipate o collegate a professionisti con esperienze nell'ambito di procedure concorsuali

- soggetti interessati prevalentemente alla gestione di portafogli NPL di proprietà di terzi, grazie all'accordo commerciale con questi ultimi (ad esempio: Italfondiario)

La suddivisione di cui sopra è convenzionale, data l'esistenza di operatori che operano in uno o più degli ambiti schematicamente descritti. E' anche avvenuta, da parte di taluni operatori, un'estensione delle attività/servizi erogati (ad esempio: creazione/acquisizione di divisioni ad hoc specializzate nell'advisory per operazioni di investimenti in special situation/ristrutturazione del debito).
Sebbene il mercato delle *Special Situation* attragga gli interessi di istituzioni finanziarie e imprenditori della più varia provenienza, la concorrenza è di fatto rappresentata da pochi operatori specializzati che possiedono il know-how necessario, che spesso si limitano ad interventi occasionali e sporadici.

## Barriere all'entrata

Sebbene si tratti di un settore di investimento redditizio e attraente, le elevate barriere all'entrata lo rendono di esclusivo accesso per un numero selezionato di operatori. Le maggiori barriere all'entrata sono costituite da:

Figura 5.1

| Esperienza | Continuità | Know How |
|---|---|---|
| La necessaria **esperienza** e **specializzazione** nell'ambito delle crisi aziendali e delle procedure concorsuali | La capacità di garantire un **flusso continuo** di **buone opportunità** d'affari | **Competenze specifiche** in fase di strutturazione ed esecuzione delle operazioni |

Fonte: EnVent

## L'evoluzione del mercato nel periodo 2007-2013: l'operatività

L'operatività osservata nel mercato delle *Special Situation*/investimenti in distressed assets è stata influenzata dai successivi interventi di aggiustamento intervenuti nel contesto della riforma del diritto fallimentare e dal concreto atteggiamento dei vari stakeholders coinvolti nelle situazioni di crisi.
In un'economia "bancocentrica" come è stata definita quella italiana, il ruolo principale nell'indirizzare le tendenze di mercato, all'interno del nuovo contesto normativo, è stato probabilmente svolto dalle banche. Nei primi anni della crisi si è osservato un atteggiamento "conciliante", che ha cercato di accompagnare la ristrutturazione del debito delle aziende in difficoltà, assecondando le richieste di rimodulazione delle originarie scadenze del debito (cioè: assecondando la trasformazione di linee bancarie a breve in linee a M/L) e accompagnando l'erogazione di nuova finanza quasi sempre ad una contestuale

ricapitalizzazione da parte degli azionisti. Questo atteggiamento, secondo taluni osservatori, è stato motivato anche dalla prospettiva/aspettativa di una ripresa congiunturale in grado di ricondurre le dimensioni del debito (e la sua gestione/rimborso) entro limiti più fisiologici, anche in relazione a una aspettativa di miglioramento/ripresa entro breve della marginalità e delle capacità di generazione di cassa da parte delle aziende ristrutturate.

In questa fase si sono consolidate e diffuse operazioni condotte con l'ausilio dei piani di risanamento ex art. 67 e dei piani di ristrutturazione ex art. 182 bis della Legge Fallimentare. L'atteggiamento delle banche è stato anche dettato, secondo le analisi più diffuse, dall'esigenza/opportunità di non dover sottoporre un'ingente volume di impieghi alla necessità di essere classificati fra le "sofferenze", con tutte le conseguenze in termini di effetti sui bilanci e sul patrimonio di vigilanza.

Nei casi di crisi conclamata, lo strumento di gestione è stato prevalentemente, in questa fase, il fallimento ovvero l'amministrazione straordinaria, laddove i requisiti dell'azienda lo consentissero. Ne è derivata, complessivamente, un'operatività maggiore per i soggetti che agivano acquisendo direttamente attivi da fallimenti; ovvero, in virtù della necessaria svalutazione del credito bancario una volta classificato fra le sofferenze e, quindi, della sua convenienza in termini di prezzo, l'acquisto di tali crediti (già svalutati) dalle banche.

Con il proseguimento della crisi si è osservata in molti casi una ripetizione (spesso non soltanto una volta) di piani di risanamento ex art. 67 o piani di ristrutturazione ex art. 182 bis LF. Contestualmente al diffondersi della sensazione che tali strumenti fossero ormai divenuti inadeguati, sono state introdotte, a partire dal settembre 2012, importanti novità tese a favorire le tempistiche per il ricorso allo strumento del concordato preventivo (teoricamente il più flessibile nel fornire soluzioni alla crisi d'impresa, ma sino ad allora poco utilizzato proprio per la necessità di predisporre informazioni e documentazioni preliminari con tempistiche incompatibili con la gestione della crisi).

La contemporaneità fra:

- l'accresciuta sensazione di una inadeguatezza crescente degli strumenti meno invasivi di risoluzione della crisi
- la fase più acuta della crisi economica
- il maggior incentivo a ricorrere ai concordati preventivi

ha determinato il sensibile incremento, negli ultimi due anni, nell'ammontare (in termini assoluti e relativi sul totale impieghi) dei crediti in sofferenza detenuti dal sistema bancario.

Osservando complessivamente il periodo 2007-2013, emerge comunque una attività "a basso regime" sia negli investimenti in aziende distressed da parte di fondi di private equity specializzati in operazioni di turnaround, sia nelle operazioni di acquisizione di portafogli NPL di dimensioni medio/grandi.

Figura 5.2

| **Italia, Private Equity** *(Euro mln)* | **2005** | **2006** | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Start up | 30 | 28 | 66 | 116 | 98 | 89 | 82 | 135 | 81 |
| Expansion | 385 | 1.013 | 641 | 796 | 371 | 583 | 674 | 926 | 914 |
| Replacement | 221 | 165 | 50 | 1.636 | 42 | 91 | 559 | 89 | 281 |
| Buy out | 2.401 | 2.444 | 3.295 | 2.869 | 1.688 | 1.647 | 2.261 | 2.069 | 2.151 |
| Turnaround | 28 | 81 | 145 | 41 | 416 | 51 | 7 | 11 | 3 |
| **Valore totale investimenti** | **3.065** | **3.731** | **4.197** | **5.458** | **2.615** | **2.461** | **3.583** | **3.230** | **3.430** |
| *Variazione % YoY* | - | - | - | *30,0%* | *-52,1%* | *-5,9%* | *45,6%* | *-9,9%* | *6,2%* |

Fonte: AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2013*, Marzo 2014 e precedenti

Figura 5.3

| **Anno** | **Cedente** | **GBV** (Mln€) | **Tipo** | **Acquirente** |
|---|---|---|---|---|
| 2014 | Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio | 300 | n.a. | Trattativa in corso |
| 2014 | MPS | 4.000 | n.a. | Trattativa in corso |
| 2014 | Banca Popolare di Vicenza | 700 | n.a. | Trattativa in corso |
| 2014 | Creval | 36 | Garantito e non | Ares Management |
| 2013 | UniCredit | 700 | Natura concorsuale | AnaCap Financial Partners |
| 2013 | Findomestic | n.a. | Crediti al consumo | n.a. |
| 2013 | Agos Ducato | n.a. | Crediti al consumo | n.a. |
| 2013 | UniCredit | 950 | Non garantiti | Cerberus |
| 2012 | Intesa Sanpaolo | 1.640 | n.a. | n.a. |
| 2012 | Fiditalia | 1.500 | Crediti al consumo | AnaCap Financial Partners |
| 2012 | Banca Marche | 305 | n.a. | FBS Group |
| 2012 | Banca Popolare di Bari | 200 | n.a. | FBS Group |
| 2012 | Banca Marche | 127 | n.a. | Christofferson, Robb & Co. |
| 2010 | Non Performing Loans SpA | 39 | Garantito | Sagittaria Finance |
| 2010 | Cross Factor | 4 | Crediti al consumo | Agathos Finance |
| 2009 | Cross Factor | 7 | Crediti al consumo | Agathos Finance |
| 2008 | Banca Popolare Cento | 101 | Garantito e non | NPLs SpA |
| 2007 | Antonveneta | 2.610 | Garantito e non | Pirelli RE e GE |
| 2007 | BNL | 1.500 | Garantito | Pirelli RE |
| 2007 | Credito Valtellinese | 140 | n.a. | Finanziaria San Giacomo |

Fonte: PWC, *The Italian NPL market*, ottobre 2013 e precedenti, rielaborazione/aggiornamento EnVent (Maggio 2014) su articoli di stampa e notizie pubbliche

## Le prospettive attuali del mercato

Se il mercato ha sinora mostrato un'operatività non elevata in merito sia alle operazioni di turnaround che a quelle di acquisizioni di portafogli NPL, vi è una generalizzata attesa di una possibile accelerazione nei prossimi mesi.
Questa visione espansiva si fonda su:

- la situazione congiunturale italiana, con il trascinamento a tutto il 2013 di una scarsa capacità delle imprese di generare redditi e flussi di cassa adeguati ai propri fabbisogni, accompagnata dall'incapacità di trovare fonti di finanziamento esterne in maniera adeguata (restringimento continuo del canale bancario a tutto il 2013)
- le conseguenze di tale difficoltà (nel trovare adeguate fonti di finanziamento) sul numero di procedure concorsuali più "drastiche", in costante crescita nel periodo 2007-2013, sia a livello di fallimenti che a

livello di concordati preventivi
- l'effetto dell'incremento del numero di procedure concorsuali sulle sofferenze bancarie e sul volume di crediti NPL detenuti dal sistema bancario

L'aspetto rilevante dei tre fenomeni sopra ricordati è il loro nesso causale e, soprattutto, la loro potenziale capacità di innestare un circolo vizioso in assenza di un'inversione del ciclo economico.

## La situazione finanziaria delle aziende in Italia

Nel 2013 è proseguita la riduzione della capacità di autofinanziamento delle imprese italiane, con un calo del valore aggiunto del 3% circa nel settore industriale e dell'1% circa nel terziario.

Figura 5.4

| **Italia, Valore Aggiunto** *(Variazione % YoY)* | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Industria *(escl. Costruzioni)* | 1,9 | -3,0 | -15,1 | 6,0 | 1,5 | -3,0 | -3,2 |
| Servizi | 1,7 | -0,5 | -2,7 | 1,1 | 0,8 | -1,6 | -0,9 |
| **Totale Economia** | **1,6** | **-1,1** | **-5,6** | **1,7** | **0,6** | **-2,2** | **-1,6** |

Fonte: Banca d'Italia, Documentazione Statistica – Bollettino Economico 2/2014, Aprile 2014 e precedenti

A fronte di questa sostanziale stagnazione nella capacità di autofinanziarsi, le imprese hanno visto diminuire anche nel 2013 la loro tradizionale fonte di finanziamento "esterno", cioè i prestiti bancari: le erogazioni bancarie a società non finanziarie sono diminuite nel 2013 di circa € 50 miliardi (-6% circa sul 2012), tornando ai livelli del 2007.

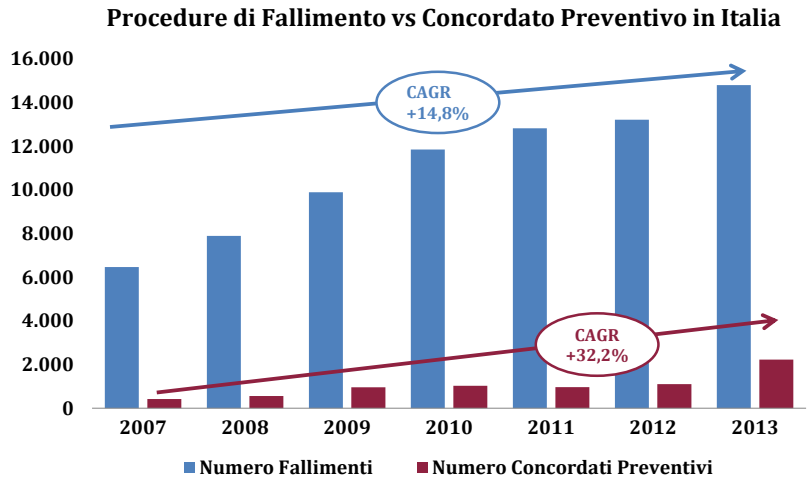
Figura 5.5

| **Italia, Prestiti bancari** *(Euro mln)* | **2007** | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Società non finanziarie | 814.484 | 869.431 | 849.025 | 867.122 | 893.577 | 864.656 | 814.129 |
| *Var. % YoY* | - | *6,7%* | *-2,3%* | *2,1%* | *3,1%* | *-3,2%* | *-5,8%* |
| Famiglie produttrici | 89.372 | 89.118 | 90.910 | 99.410 | 101.176 | 97.852 | 95.352 |
| *Var. % YoY* | - | *-0,3%* | *2,0%* | *9,3%* | *1,8%* | *-3,3%* | *-2,6%* |
| Famiglie consumatrici | 366.898 | 371.387 | 397.218 | 483.717 | 507.197 | 502.053 | 497.013 |
| *Var. % YoY* | - | *1,2%* | *7,0%* | *21,8%* | *4,9%* | *-1,0%* | *-1,0%* |

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico – Moneta e Banche, Febbraio 2014; Relazione Annuale sul 2010 e precedenti

## Incremento del numero di fallimenti e concordati preventivi

Figura 5.6




Fonte: Rielaborazione EnVent su dati Cerved Group, *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, Marzo 2014 e precedenti

Le nuove procedure di fallimento aperte nel 2013 sono state circa 15.000, in crescita del 12% sul 2012, mentre i concordati preventivi sono stati oltre 2.200, in aumento di oltre il 100% rispetto al 2012. L'incremento delle procedure concorsuali dal quarto trimestre 2012 è dovuto anche all'introduzione della possibilità di presentare al Tribunale competente una domanda di concordato "con riserva" o "in bianco", che consente all'impresa in crisi di bloccare le azioni esecutive dei creditori prima di predisporre il piano definitivo di concordato.

## Incremento dell'ammontare di crediti in sofferenza/NPL

A fronte di un incremento del totale finanziamenti erogati dalle banche italiane dell'11% circa dal 2008 al 2013, i finanziamenti deteriorati sono cresciuti in valore di oltre il 220% nel periodo, con una sensibile accelerazione osservata a partire dal 2011.

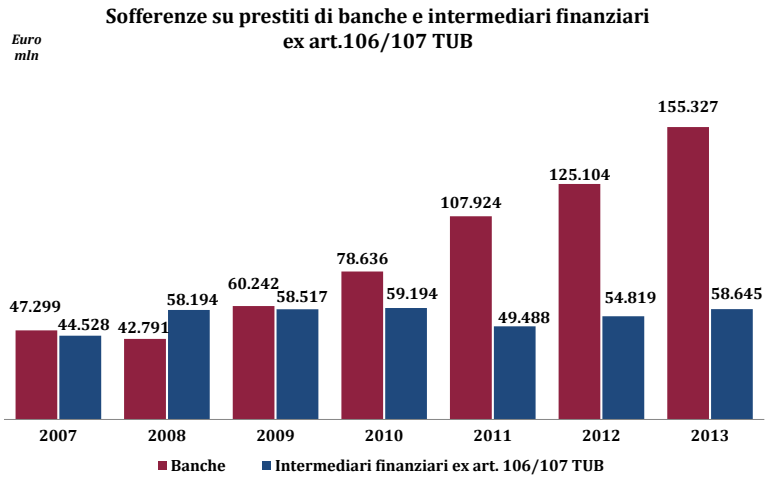
Figura 5.7

| **Banche italiane, qualità del credito** *(Euro mln)* | **2008** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012** | **2013** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Finanziamenti netti a clientela | 1.692.850 | 1.696.706 | 1.766.861 | 1.805.293 | 1.776.925 | 1.691.533 |
| Finanziamenti deteriorati: | 87.072 | 132.839 | 157.534 | 194.838 | 236.818 | 282.477 |
| *Esposizioni scadute/sconfinant* | 9.290 | 15.759 | 12.464 | 13.393 | 21.024 | 18.409 |
| *Esposizioni ristrutturate* | 1.705 | 7.697 | 13.488 | 15.279 | 15.138 | 14.541 |
| *Partite incagliate* | 33.286 | 49.141 | 52.946 | 58.243 | 75.552 | 94.200 |
| *Sofferenze* | 42.791 | 60.242 | 78.636 | 107.924 | 125.104 | 155.327 |
| **Totale finanziamenti** | **1.779.922** | **1.829.545** | **1.924.394** | **2.000.132** | **2.013.743** | **1.974.010** |

Fonte: Banca d'Italia, Base Informativa Pubblica, Aprile 2014, tabella TDB30251

Includendo le sofferenze detenute anche da società finanziarie non bancarie, il complesso dei Non Performing Loans detenuti dal sistema finanziario nazionale è aumentato del 16% medio annuo tra il 2008 e il 2013, attestandosi a circa € 215 miliardi.

Figura 5.8




Fonte: Banca d'Italia, Base Informativa Pubblica, aprile 2014, tabelle TDB30231 e TDB30261

Accanto a queste considerazioni di natura quantitativa, se ne aggiungono altre di natura qualitativa, anch'esse rilevanti e in grado di sostenere la visione espansiva del settore.

La crescita dei crediti deteriorati (e, di conseguenza, degli asset detenuti da aziende a cui tali crediti si riferiscono) non è avvenuta nel solo 2013, anche se in tale anno si è osservato l'incremento maggiore. Rispetto all'obiezione che anche i prossimi mesi, o i prossimi anni, potrebbero rivelarsi l'ennesima "illusione" ai fini del definitivo sviluppo di tale mercato, va osservato che:

- una generalizzata convinzione sul fatto che il Paese sia avviato a mantenere una situazione politica stabile si riflette non soltanto nell'abbassamento dello spread del rendimento dei nostri titoli di stato a M/L termine vs quelli tedeschi, ma anche in un ravvivato interesse di investitori istituzionali e industriali stranieri, che hanno avviato, nel corso del 2014, una massiccia campagna di acquisizioni di aziende industriali e di partecipazioni in società finanziarie e banche
- il rallentamento della discesa dei prezzi nel settore immobiliare, come pure la stabilizzazione nel volume di transazioni, fanno prefigurare un'eventuale opportunità nell'acquisizione degli asset (attualmente) più illiquidi di aziende distressed ovvero dei portafogli NPL detenuti dalle banche e vantati verso tali aziende, con la possibilità di un avvicinamento fra prezzo offerto e prezzo domandato (bid vs ask) relativamente a portafogli NPL e la possibilità di concludere più transazioni
- la procedura di verifica della situazione dei crediti bancari detenuti dai 15 principali istituiti italiani (Asset Quality Review) che sarà conclusa nei prossimi mesi dalla Banca Centrale Europea e il preliminare aumento di capitale per circa € 7 miliardi, che 5 di tali banche hanno annunciato, lasciano prevedere un possibile ulteriore incremento della quota di crediti in sofferenza nel corso del 2014
- l'armonizzazione dei criteri di definizione e identificazione di NPL imposta dalla European Banking Authority (EBA), come pure il previsto e graduale passaggio della vigilanza bancaria dei principali istituti/gruppi credito da ambito nazionale ad europeo, lasciano prevedere la necessità

di un adeguamento verso criteri di valutazione più prudenziali non soltanto delle sofferenze bancarie ma anche di un parte delle altre tipologie di crediti deteriorati (incagli, ristrutturati, scaduti/past due)

- numerosi istituti di credito, in vista della necessità di contribuire al miglioramento delle proprie performance anche con un rafforzamento delle azioni di cost saving, prevedono esplicitamente, nei propri piani industriali pluriennali recentemente presentati/aggiornati, almeno l'esternalizzazione della gestione dei propri portafogli NPL se non una possibile cessione degli stessi

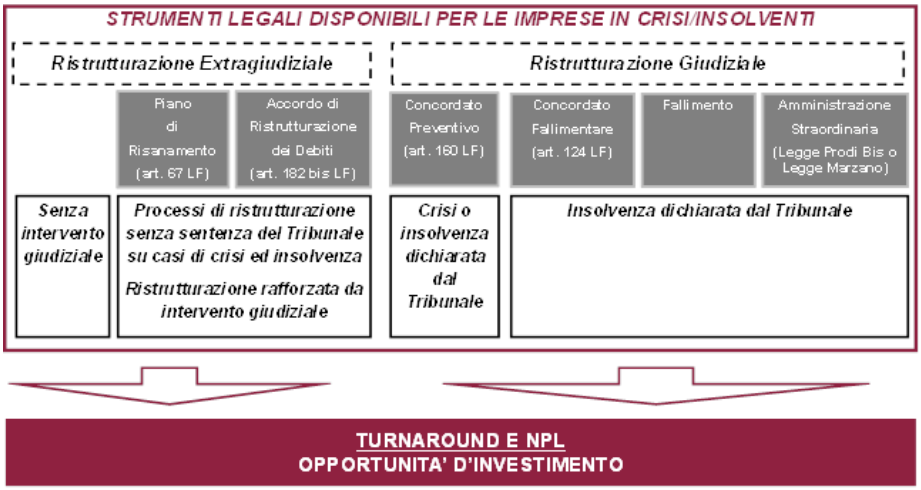
# 6. MODELLO DI BUSINESS

## L'operatività di Compagnia della Ruota in base al business model

Compagnia della Ruota è una società di investimento che opera nel settore delle cosiddette *Special Situation*, acquisendo o realizzando operazioni aventi ad oggetto beni mobili, immobili, crediti o partecipazioni di società, imprese o altre entità, anche quotate, localizzate prevalentemente in Italia, che versano in situazioni complesse di dissesto finanziario o operativo, anche nell'ambito di procedure concorsuali o di gestione di crisi aziendali.

Il quadro normativo di riferimento è rappresentato dalla Legge Fallimentare, e in particolare dalla disciplina del (i) piano attestato di risanamento, di cui all'art. 67, comma 3, lett. d) LF, (ii) concordato fallimentare, di cui agli artt. 124 e ss. LF, (iii) concordato preventivo, di cui agli artt. 160 e ss. LF e (iv) accordi di ristrutturazione dei debiti, di cui agli artt. 182-bis e ss. LF.

Figura 6.1




Fonte: EnVent

Entro il quadro di riferimento sopra descritto, l'attività di investimento effettuata da Compagnia della Ruota è rivolta a società, veicoli e/o fondi comuni di investimento di natura immobiliare e trust interessati da fattori di criticità derivanti da stati di irreversibile o temporanea illiquidità uniti, o meno, ad un deficit patrimoniale ovvero con difficoltà di funzionamento a causa del disinteresse dei soci, conflitti tra gli stessi o per il coinvolgimento nel dissesto del gruppo di appartenenza. L'investimento effettuato da CdR generalmente non è finalizzato al risanamento dell'entità target - attraverso, ad esempio, un intervento diretto e di carattere operativo nell'ambito dell'attività da questa esercitata - quanto, viceversa, a consentire l'acquisizione di beni o asset da cui è possibile estrarre valore in vista della futura dismissione.
La Società, inoltre, fornisce servizi di advisory quali l'assistenza a società in crisi nella predisposizione e attuazione di piani di risanamento e di accordi di

ristrutturazione del debito previsti dagli artt. 67 e 182-bis della Legge Fallimentare, anche come attività propedeutica alla realizzazione del proprio core business.
La strategia di investimento perseguita da Compagnia della Ruota si sostanzia in un approccio opportunistico alle situazioni di crisi, più o meno reversibili, facendo ricorso tra l'altro a tutti gli strumenti posti a disposizione dalla Legge Fallimentare che, a seguito dei significativi emendamenti alla stessa di recente apportate dal legislatore italiano, intende ora favorire una soluzione privatistica dello stato di insolvenza.
Lo spettro di attività dell'Emittente è focalizzato prevalentemente in due principali macro aree:

- il distressed finanziario
- il distressed operativo

fermo rimanendo che, non essendo possibile in tale settore creare modelli operativi standard, le due aree potrebbero in alcuni casi sovrapporsi e condurre, ad esempio, all'utilizzo di tecniche tipicamente di natura operativa anche per attività di carattere finanziario e viceversa.

## Il distressed finanziario

Il target di queste operazioni è rappresentato principalmente da procedure fallimentari e di amministrazione straordinaria aperte da tempo e la cui componente aziendale operativa (industriale o commerciale) è cessata o risulta già ceduta a terzi.
In tale ambito sono presenti esclusivamente attività che presentano una certa criticità e il cui realizzo impone di mantenere prospetticamente in vita la procedura ancora per un lungo periodo. Tipicamente, gli asset detenuti dalle procedure concorsuali in questa fase sono rappresentati da crediti:

- derivanti da contenziosi
- fiscali
- condizionati e rivenienti, ad esempio, dall'avvio di azioni di responsabilità e azioni revocatorie

mentre solo marginalmente sono presenti beni immobili o altri cespiti che, solitamente, presentano difficoltà di realizzo testimoniata da incanti già indetti e andati deserti.
Di fronte a tali situazioni, l'operatività di Compagnia della Ruota, di norma, consiste nel compiere una o più delle seguenti attività:

- proposizione di un concordato fallimentare in cui la Società, o un veicolo a tal fine costituito, funga da assuntore di tutte le attività concorsuali
- valorizzazione, in tale ambito, delle attività più significative della procedura a un valore prossimo a quello di stima (o di ultimo ribasso), attribuendone nel contempo uno minimo e forfettario per le restanti
- dismissione nel breve, anche senza rilevanti margini, delle attività più significative/a valore più elevato, con lo scopo di recuperare quanto più possibile rispetto all'investimento effettuato
- realizzo delle restanti attività, anche a prezzi di liquidazione, tenuto conto che il loro costo di acquisto, a questo punto, dovrebbe risultare

estremamente esiguo. Parte di tale attività viene di prassi subappaltata a terzi, senza particolari vincoli temporali, ottimizzandone quindi il risultato.

Nell'ambito di tali procedure non è di solito prevista una particolare attività di strutturazione finalizzata, ad esempio, all'assegnazione ai creditori di strumenti finanziari partecipativi ancorati alla performance registrata in sede di realizzo dei vari asset, anche se ciò non può essere escluso.

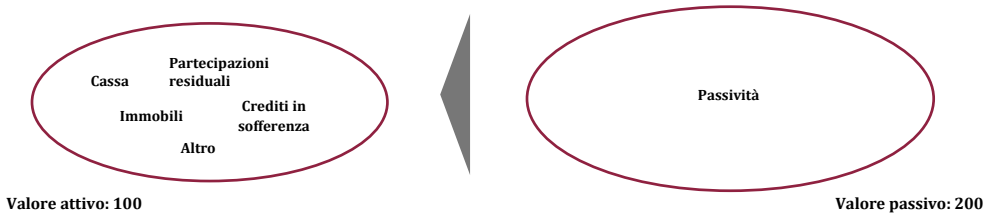
In alcuni casi può, inoltre, essere prevista la retrocessione alla procedura di parte del risultato economico derivante dalla valorizzazione dei beni, che trova normalmente giustificazione nel minor prezzo offerto alla stessa in sede di acquisizione: all'aumento della quota da retrocedere, quindi, normalmente si riduce l'impegno finanziario iniziale e i proventi della Società sono per lo più rappresentati dall'attività di gestione dei realizzi e pari, in pratica, alla quota di proventi non retrocessi.

L'operatività in tale ambito, per i soggetti altamente specializzati che sanno e possono operarvi, mira a raggiungere un'elevata profittabilità dalla capacità di trasformare l'iniziale differenza negativa tra attivi assunti e passivi da rimborsare in un margine positivo.

Tipicamente le società in procedura conclamata (fallimento, amministrazione straordinaria) mostrano una situazione iniziale così rappresentabile:

Figura 6.2

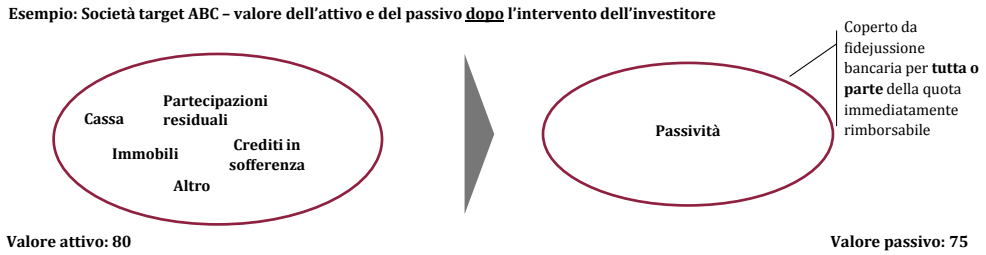
**Esempio: Società target ABC – valore dell'attivo e del passivo prima dell'intervento dell'investitore**




Fonte: EnVent

L'obiettivo di CdR, come di ogni investitore che opera in tale ambito, è di agire tempestivamente attraverso una serie di azioni, operazioni ed accordi (con istituiti finanziari creditori e/o debitori, soggetti terzi interessati all'attivo della società target), sia preventivamente che successivamente alla chiusura dell'operazione (ad esempio prima dell'omologa di un concordato), in maniera tale che lo sbilanciamento patrimoniale sopra evidenziato venga ribaltato, così da far conseguire un differenziale positivo significativo o molto significativo. Sia le entrate che le uscite per l'investitore sono cristallizzate dalle sentenze del tribunale e, di conseguenza, lo è anche il risultato economico finale.

Figura 6.3




Fonte: EnVent

L'investitore si assicura che l'iniziale differenza negativa tra attivi assunti e passività/ costo del concordato diventi positiva.
I rendimenti conseguiti da tale attività di investimento sono principalmente il frutto di:

- una logica industriale adottata dall'investitore per la definizione e la strutturazione degli investimenti, soprattutto nella fase che precede la definizione del deal
- la standardizzazione dei processi: le opportunità presenti sul mercato, e segnalate dalla rete di alleanze e relazioni presente su tutto il territorio (curatori fallimentari, avvocati, ecc), vengono analizzate e processate secondo una procedura standardizzata e collaudata
- la struttura di costi: una struttura di costi fissi molto leggera in quanto diversi costi (soprattutto quelli per l'attività di advisor) sono variabili e legati al successo e al buon fine delle operazioni

Sebbene il ritorno economico sia assicurato dalla capacità di rovesciare lo sbilancio fra attivo e passivo, va tenuto presente che, dal punto di vista finanziario:

- in alcuni casi, al tempo della presentazione della proposta di concordato, o del suo divenire esecutiva (omologazione definitiva), non si ha una differenza positiva fra l'attivo immediatamente liquidabile ed il passivo immediatamente rimborsabile / esigibile
- sebbene il rimborso possa essere dilazionato nel tempo, le proposte presentate dagli investitori hanno sicuramente maggiori chance di essere accolte favorevolmente dagli organi della procedura (e votate dai creditori) se accompagnate da una fidejussione bancaria che garantisca la capacità di rimborsare l'ammontare di debito dilazionata previsto nella proposta di concordato, soprattutto in merito al pagamento dei creditori privilegiati

Quindi, nei casi/investimenti in cui l'attivo immediatamente liquidabile non sia di ammontare tale da consentire il pagamento del passivo immediatamente rimborsabile (e della fidejussione a fronte di tutto o parte del passivo dilazionato), vi è la necessità di risorse finanziarie immediatamente disponibili in grado di coprire tale fabbisogno finanziario.
La mancanza di tali risorse finanziarie può rappresentare un vincolo di liquidità in grado di impedire la presentazione di offerte per investimenti che sarebbero economicamente convenienti.

## Il distressed operativo

In questo caso il target è rappresentato principalmente da società ancora in attività che presentano significative problematiche, tali da imporre il ricorso ad una procedura concorsuale vera e propria, a una ristrutturazione del debito ex art 182-bis della Legge Fallimentare o a un piano di risanamento ex art. 67 della Legge Fallimentare.
In questo caso l'operatività della Società risulta di norma più articolata, potendo prevedere una o più delle seguenti attività, anche in combinazione tra di loro:

- il solo ruolo di advisor e/o l'assistenza alla formulazione del piano oggetto di asseverazione
- l'attività finalizzata alla ricerca di soggetti interessati al rilievo delle attività ancora esercitate dalla target
- l'acquisto di asset delle target – direttamente o per il tramite di specifici veicoli anche (e possibilmente) partecipati e/o finanziati dai creditori di queste, attraverso la conversione o l'accollo delle rispettive ragioni creditorie, e/o da terzi in bonis che, ad esempio, operano specificamente nelle aree in cui i beni sono ubicati
- la sola strutturazione di veicoli destinati, rispettivamente, al conferimento degli asset e all'accollo delle passività
- l'attività di advisory per il veicolo

Ai fini delle attività di advisory previste nell'ambito del distressed operativo, il modello di business è assimilabile a quello di una società di consulenza. Per queste realtà si osserva quindi una struttura di costi prevalentemente fissi e, una volta raggiunto il volume di ricavi in grado di garantire il break even, il fatturato eccedente si trasforma (quasi) integralmente in margine/utile.
Nella tabella sotto riportata viene riprodotta la matrice delle possibili attività di Compagnia della Ruota, anche tramite le proprie società partecipate e/o controllate, rispetto alla situazione della entità target.

Figura 6.4

| | Clienti | Origination | Impegno di capitale | Attività strumentale | Natura del provento |
|---|---|---|---|---|---|
| DISTRESSED 1 | Imprese interessate al deconsolidamento di assets, e, previa loro eventuale rinegoziazione, dei relativi debiti | Opportunistica e tramite segnalatori locali | Nullo | Istituzioni di fondi «dedicati» e/o di comparti di cartolarizzazione | • Assistenza alla rinegoziazione del debito<br>• Advisor del fondo e/o comparto |
| DISTRESSED 2 | Imprese interessate ad una procedura concorsuale che necessitano di assistenza per l'ammissione e per l'eventuale ricerca di partner disponibili al rilievo delle attività industriali / commerciali «in bonis» | • Opportunistica e tramite segnalatori locali<br>• Conoscenza personale / attivazione database / notizie giornalistiche | • Modesto / nullo qualora le attività esercitate dalla debitrice siano diverse da quella edile / immobiliare<br>• Significativa qualora le attività esercitate dalla debitrice siano edili / immobiliari | • Istituzioni di fondi immobiliari «dedicati» e/o di comparti di cartolarizzazione<br>• Istituzione di trust liquidatori | • Assistenza alla predisposizione del Piano destinato alla asseverazione<br>• Negoziazione con creditori<br>• Individuazione di soggetti interessati al rilievo delle attività<br>• Advisor del fondo e/o comparto<br>• Trustee del trust liquidatorio<br>• Proventi derivanti dal realizzo degli attivi |
| DISTRESSED 3 | Imprese già ammesse ad una procedura concorsuale suscettibile di chiusura attraverso la proposizione di un concordato | Conoscenza personale / attivazione database / notizie giornalistiche | Significativo | • Istituzioni di fondi immobiliari «dedicati» e/o di comparti di cartolarizzazione | • Proventi derivanti dal realizzo degli attivi<br>• Advisor del fondo e/o comparto |

Fonte: Informazioni fornite dalla Società

# 7. QUADRO NORMATIVO

Il quadro normativo di riferimento per Compagnia della Ruota è rappresentato dal Codice Civile, dal Testo Unico della Finanza, dai relativi regolamenti attuativi e dai regolamenti emanati da Borsa Italiana.

La Legge Fallimentare rappresenta il riferimento principale per l'operatività della Società, specialmente con la disciplina del:

- piano attestato di risanamento, di cui all'art. 67, comma 3, lett. d) LF
- concordato fallimentare, di cui agli artt. 124 e ss. LF
- concordato preventivo, di cui agli artt. 160 e ss. LF
- accordi di ristrutturazione dei debiti, di cui agli artt. 182-bis e ss. LF

La nuova Legge Fallimentare, come modificata a più riprese a partire dal 2005, ha introdotto e disciplinato tre differenti istituti, utilizzabili in relazione alla gravità della situazione che l'impresa si trova ad affrontare, quali in particolare:

- il piano di risanamento della posizione debitoria
- il nuovo concordato preventivo
- gli accordi di ristrutturazione dei debiti

**Il piano di risanamento**

Il primo istituto, disciplinato dall'art. 67 della Legge Fallimentare, si configura come un accordo privato tra l'impresa in difficoltà e i suoi creditori e non quindi come una effettiva procedura concorsuale. La normativa, infatti, attribuisce libertà assoluta di definizione di forme e comportamenti da adottare nei confronti dei creditori, purché posti in essere in esecuzione di un piano, la cui ragionevolezza deve essere asseverata da un professionista esterno dotati di specifici requisiti di professionalità, idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria. A tale riguardo, il fatto che il professionista esterno debba attestare la ragionevolezza del piano e, soprattutto, l'assenza di pubblicità si ritiene costituiscano ulteriori elementi che portano diverse imprese a scegliere di ricorrere a questo strumento legislativo per affrontare le situazioni di difficoltà in cui versano.

**Il concordato preventivo**

L'articolo 160 della Legge Fallimentare, invece, riguarda la possibilità, per le imprese in crisi, di ricorrere al concordato preventivo, già previsto dalla normativa del 1942, ma le cui principali caratteristiche sono state recentemente rivisitate in modo significativo. In particolare, il legislatore si è mosso nella direzione di una maggior privatizzazione della procedura, attribuendo rilevanza agli accordi tra debitore e creditore, ai quali viene attribuito, anche in questo caso, ampio spazio di manovra: tra le principali novità della normativa novellata va sottolineata, tra l'altro, l'abolizione del tetto minimo del 40% da corrispondere ai creditori chirografari, mentre viene introdotta la possibilità di suddividere i creditori in classi, secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei, offrendo a ciascuna una percentuale di soddisfacimento dei crediti differente. Rispetto alla normativa precedente, inoltre, sono state

modificate le maggioranze richieste per l'omologazione della procedura presso il Tribunale. Va inoltre ricordato che il concordato preventivo (come quello fallimentare) può essere strutturato attraverso l'intervento di un soggetto terzo, detto assuntore, che si impegna a pagare i creditori secondo certe percentuali a fronte dell'acquisizione/assunzione di tutto l'attivo aziendale.

## Gli accordi di ristrutturazione dei debiti

Con la nuova legge, infine, è stato introdotto uno strumento completamente nuovo, disciplinato dall'articolo 182-bis della Legge Fallimentare, vale a dire l'accordo di ristrutturazione dei debiti. Si tratta di una procedura concorsuale, più semplice rispetto al concordato preventivo, che prevede singoli accordi con i principali creditori.

# 8. RISCHI

**• Rischi connessi all'attività di investimento**

Il principale rischio relativo all'attività svolta da CdR è rappresentato dalla possibilità che la Società non realizzi il piano di investimenti programmato, a causa dei ridotti mezzi patrimoniali a disposizione o a causa delle condizioni di mercato, e che non siano rispettati i tempi di realizzo degli investimenti previsti.
Gli investimenti in società distressed presentano una serie di fattori non controllabili, quali i tempi di omologazione delle procedure concordatarie, la proposizione di opposizioni da parte di terzi, la presenza di offerte concorrenti per l'acquisizione degli asset.
Il sostenimento di alcuni costi che sono indipendenti dal perfezionamento delle operazioni analizzate (oneri legali e costi di struttura), c.d. *abort cost*, potrebbe condizionare i risultati aziendali e la redditività della Società.
Da ultimo, l'elevato grado di concentrazione degli investimenti potrebbe influenzare negativamente la redditività della Società in caso di andamento sfavorevole di uno degli investimenti effettuati.

**• Rischi connessi alla valutazione degli asset oggetto di investimento**

Per i beni oggetto di investimento da parte della Società, rivenienti da situazioni complesse di dissesto finanziario o operativo, potrebbe essere necessario procedere a una valutazione con il metodo del fair value. In questo caso la valutazione degli asset potrebbe essere oggetto di stime, le quali potrebbero avere un impatto negativo sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Società.

**• Rischi connessi alla limitata storia operativa**

CdR è stata costituita in data 21 dicembre 2010, inoltre fra il 2011 e il 2013 vi è stata sostanziale inoperatività, pertanto, la Società presenta una storia operativa pregressa limitata nel tempo.
Di conseguenza, non vi sono garanzie che gli obiettivi di crescita futuri potranno essere effettivamente conseguiti, anche alla luce del fatto che la Società è soggetta ai rischi, alle spese e alle difficoltà tipici delle società con recente storia operativa.
*Fattore mitigante:* I manager di CdR vantano un'esperienza pluriennale professionale ed imprenditoriale nel settore delle *Special Situation*, nel settore immobiliare e finanziario.

**• Rischio relativo all'eventuale disinvestimento della partecipazione in Borgosesia S.p.A.**

CdR ha acquisito una partecipazione in Borgosesia S.p.A..

I tempi e i modi di realizzo sono incerti e data la rilevanza dell'investimento gli effetti sulla performance della Società e sul suo NAV potrebbero essere significativi.
*Fattore mitigante:* I valori di rimborso degli strumenti finanziari non partecipativi iscritti in bilancio tra le passività finanziarie per circa € 1,1 milioni al 31 dicembre 2013 sono collegati al valore di realizzo di una parte delle azioni Borgosesia.

### • Rischi connessi alla dipendenza da figure chiave

Il successo della politica di investimento di CdR dipende da alcune figure chiave, tra cui, in particolare, il Signor Mauro Girardi, fondatore e azionista di maggioranza, nonché Presidente del Consiglio di amministrazione e Amministratore delegato.
Mauro Girardi contribuisce in misura significativa allo sviluppo delle attività, avendo elevate competenze nel settore di riferimento.
La perdita di tale figura, unitamente all'incapacità di attrarre, formare e trattenere ulteriore personale qualificato, potrebbe determinare una riduzione della capacità competitiva della Società e influenzare gli obiettivi di crescita previsti.

### • Rischi connessi al quadro normativo di riferimento

CdR svolge un'attività soggetta all'introduzione e/o alla modifica delle disposizioni normative e regolamentari in materia fallimentare.
L'evoluzione del quadro normativo e regolamentare potrebbe comportare effetti negativi sui risultati economici per il settore e l'attività in cui opera la Società.
Inoltre, non vi è certezza circa il fatto che la Società sia in grado di recepire e/o di adeguarsi tempestivamente alle eventuali disposizioni modificative dell'attuale regime normativo e regolamentare vigente, con possibili effetti negativi sulla propria redditività.

### • Rischi connessi alle operazioni con parti correlate

La Società intrattiene rapporti di natura commerciale e amministrativa con parti correlate, in particolare:

- la fornitura di servizi da parte della controllata Figerbiella
- la fornitura di servizi amministrativi e di consulenza da parte dello Studio Girardi e Tua, di cui fanno parte il Presidente e AD della Società e un consigliere non esecutivo

Ove tali rapporti avvengano a condizioni contrattuali ed economiche non in linea con quelle di mercato o sproporzionate rispetto al volume di attività della Società, potrebbe sussistere un rischio di alterazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico.

# 9. ANALISI FINANZIARIA

Di seguito viene fornita una rappresentazione dei prospetti riclassificati di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario consolidati per il Gruppo Compagnia della Ruota, a partire dal 2011.
Il primo anno di reale operatività della Società è stato il 2012.

Figura 9.1

**CdR - Conto Economico consolidato**

| **Conto Economico**<br>*migliaia di euro* | **2011 A** | **2012 A** | **2013 A** |
|---|---|---|---|
| Prestazioni fiduciarie | 77 | 128 | 134 |
| Prestazioni di advisory | 0 | 0 | 244 |
| Ricavi distressed 1 | 0 | 2 | 4 |
| Ricavi distressed 3 | 0 | 376 | 0 |
| **Ricavi** | **77** | **505** | **381** |
| *YoY %* | - | *552%* | *-25%* |
| Servizi amministrativi | -73 | -268 | -435 |
| Costi per godimenti beni di terzi | -2 | -2 | -14 |
| Consulenze contratti di advisory | 0 | 0 | -158 |
| Servizi commerciali | -26 | -87 | -59 |
| Costi per servizi | -101 | -357 | -667 |
| Proventi (oneri da strumenti finanziari) | 0 | 0 | -610 |
| Altri proventi (costi) operativi | 4 | 20 | -16 |
| Svalutazione crediti attivo circolante | 0 | 0 | -37 |
| **Costi totali** | **-97** | **-336** | **-1.330** |
| Rettifiche di valore di partecipazioni e titoli | 0 | 0 | 989 |
| Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni | -2 | -2 | -4 |
| **Risultato operativo** | **-21** | **167** | **36** |
| *incidenza sui ricavi %* | ***-28%*** | ***33%*** | ***9%*** |
| Proventi / oneri finanziari | 740 | 61 | 37 |
| Proventi / oneri non operativi | 0 | 0 | 0 |
| **Risultato ante imposte** | **718** | **228** | **73** |
| Imposte | -208 | -12 | 80 |
| **Utile (perdita) da attività operative in esercizio** | **510** | **216** | **153** |
| *di cui attribuibile al Gruppo* | *510* | *216* | *189* |
| *di cui attribuibile a Terzi* | *0* | *0* | *-36* |
| **Utile (perdita) dell'esercizio** | 510 | 216 | 153 |
| | | | |
| **Conto economico complessivo** | | | |
| Utili da prima iscrizione partecipazioni valutate secondo il Patrimonio Netto: | | | |
| *di cui attribuibile al Gruppo* | 0 | 0 | 254 |
| *di cui attribuibile a Terzi* | 0 | 0 | 738 |
| Utili (perdite) da prima iscrizione strumenti finanziari | 0 | 0 | 596 |
| Rilascio di perdite iscritte in esercizi precedenti direttamente a riserva per adeguamenti al fair value | -37 | 0 | 537 |
| **Altre componenti del conto economico complessivo** | -37 | 0 | 2.125 |
| **Utile (perdita) dell'esercizio** | 510 | 216 | 153 |
| **Totale utile (perdita) complessivo** | **474** | **216** | **2.278** |
| *di cui attribuibile al Gruppo* | 474 | 216 | 1.577 |
| *di cui attribuibile a Terzi* | 0 | 0 | 701 |

Fonte: Bilanci consolidati del Gruppo Compagnia della Ruota S.p.A.

Le principali linee di ricavo di CdR sono riconducibili:

- alle attività fiduciarie svolte dalla società controllata Figerbiella
- alle attività di advisory svolte direttamente da CdR
- alle attività "distressed 1"
- alle attività "distressed 3"

I ricavi da attività caratteristica nel 2012 e 2013 sono stati ancora limitati rispetto alla disponibilità finanziaria investita, non essendo presente un flusso di operazioni che vadano progressivamente a regime.

Il risultato 2013 è costituito per € 381 migliaia da ricavi per servizi di advisory e attività fiduciarie e per € 990 migliaia circa da rettifica di valore della partecipazione Borgosesia, relativa all'adeguamento al fair value della partecipazione.

La Società non ha personale dipendente.

I principali costi sono stati costi per servizi per € 667 migliaia e oneri da strumenti finanziari per € 610 migliaia.

I costi per servizi, in aumento sul 2012, sono rappresentati principalmente da servizi amministrativi (compensi spettanti ad amministratori e sindaci, professionisti, Nomad, media investor, revisori, specialist e membri del Commitee Advisory) e da servizi di consulenza relativi allo sviluppo dei piani in outsourcing.

Gli oneri da strumenti finanziari per € 610 migliaia fanno riferimento agli effetti derivanti dalla rinuncia all'esercizio dell'opzione legata ai conferimenti di azioni Borgosesia, come documentato nel bilancio consolidato 2013.

Dall'analisi dei prospetti di conto economico e stato patrimoniale consolidato emerge per l'esercizio 2013 un utile contabile di Gruppo pari ad € 189 migliaia ed un utile consolidato pari ad € 153 migliaia.

Il bilancio 2013 include un prospetto che evidenzia l'effetto economico, definito utile complessivo, delle voci per cui le rettifiche di valutazione sono state imputate direttamente a patrimonio netto. Il risultato così calcolato è pari a € 1.577 migliaia, di cui € 1.387 migliaia riferiti direttamente al patrimonio netto (e relativi a proventi netti derivanti dall'adeguamento al fair value di titoli e strumenti finanziari).

Figura 9.2

**CdR – Stato Patrimoniale consolidato**

| **Stato Patrimoniale**<br>*migliaia di euro* | **2011 A** | **2012 A** | **2013 A** |
|---|---|---|---|
| **IMPIEGHI** | | | |
| Immobilizzazioni immateriali | 56 | 54 | 60 |
| Immobilizzazioni materiali | 0 | 1 | 1 |
| Partecipazioni | 0 | 0 | 9.102 |
| Strumenti finanziari subordinati con rimborso vincolato alla cessione di una quota delle partecipazioni detenute | 0 | 0 | (1.070) |
| Attività finanziarie immobilizzate | 3.587 | 4.046 | 459 |
| **Attivo immobilizzato** | **3.643** | **4.102** | **8.553** |
| Crediti da attività caratteristica | 160 | 190 | 273 |
| Crediti diversi | 12 | 281 | 318 |
| ***Attivo Corrente*** | **173** | **471** | **591** |
| Debiti da attività caratteristica | (199) | (283) | (480) |
| Debiti diversi | (27) | (172) | (169) |
| ***Passivo Corrente*** | **(226)** | **(455)** | **(649)** |
| **Capitale Circolante Netto** | **(53)** | **17** | **(58)** |
| **Fondi** | **0** | **0** | **0** |
| **Capitale investito netto** | **3.590** | **4.118** | **8.495** |
| **FONTI** | | | |
| Capitale sociale | 255 | 139 | 138 |
| Riserve | 2.898 | 7.026 | 7.440 |
| Utile (perdita) cumulati | (17) | 493 | 615 |
| Utile (perdita) dell'esercizio di Gruppo | 510 | 216 | 189 |
| **Patrimonio Netto di Gruppo** | **3.647** | **7.875** | **8.383** |
| Patrimonio Netto di Terzi | 0 | 0 | 3.164 |
| **Patrimonio Netto totale** | **3.647** | **7.875** | **11.547** |
| Debiti verso banche | 0 | 1 | 0 |
| Disponibilità liquide | (57) | (3.757) | (3.052) |
| **Posizione Finanziaria Netta** | **(57)** | **(3.756)** | **(3.052)** |
| **Fonti di finanziamento** | **3.590** | **4.118** | **8.495** |

Fonte: Bilanci consolidati del Gruppo Compagnia della Ruota S.p.A.

Le immobilizzazioni immateriali comprendono l'avviamento derivante dal consolidamento della società controllata Figerbiella S.r.l. e dei software applicativi acquistati nel 2011, ammortizzati in cinque esercizi.

La voce partecipazioni, presente nel 2013 e pari ad € 9.102 migliaia, fa riferimento alla partecipazione in Borgosesia S.p.A., valutata secondo il metodo del patrimonio netto, precedentemente riclassificata tra le attività finanziarie immobilizzate, come titoli disponibili per la vendita, da cui la variazione della relativa voce tra il 2012 e il 2013.

Alla partecipazione in Borgosesia sono associati strumenti finanziari passivi (subordinati con rimborso vincolato alla cessione di una quota della partecipazione detenuta) per € 1.070 migliaia.

Tali strumenti finanziari sono rappresentati da strumenti non partecipativi denominati "Conv2013" e "Ex ARisc". In particolare, gli strumenti finanziari

Conv2013 sono stati emessi a seguito di un'offerta volontaria di scambio avente ad oggetto massime 3.200.000 azioni di Borgosesia S.p.A. (pari al 7,12% del capitale sociale), valorizzate a € 1,2473. Gli strumenti finanziari Ex ARisc sono stati emessi a seguito della conversione di 1.500.000 azioni di categoria A riscattabili al 31.12.2013 in 429.526 azioni di categoria A e 1.070.474 strumenti finanziari Ex ARisc, valorizzati a € 0,3656.

I crediti da attività caratteristica, pressoché stabili lungo il periodo osservato, si compongono di crediti verso clienti terzi per l'attività fiduciaria e l'attività di advisory, crediti pro soluto e crediti verso parti correlate.

I crediti diversi sono rappresentati perlopiù da acconti di imposte pagati nell'esercizio e dal credito IVA maturato.

I debiti da attività caratteristica fanno riferimento a prestazioni di servizi rese da soggetti terzi e debiti verso lo Studio Girardi & Tua, parte correlata, per prestazioni professionali di carattere amministrativo e consulenziale.

I debiti diversi sono composti principalmente dal debito verso il Fondo Immobiliare Gioiello, per circa € 91 migliaia, e da debiti tributari.

Il capitale sociale di CdR al 31.12.2013 è suddiviso in due categorie di azioni:

- le azioni di Categoria A presentano le caratteristiche delle azioni ordinarie e attribuiscono ai titolari anche privilegi in materia di distribuzione degli utili (utili netti dedotti della riserva legale, fino ad occorrenza del 2% del valore contabile comprensivo della relativa riserva sovraprezzo, più l'80% degli utili residui)
- le azioni di categoria B attribuiscono diritto di voto e conferiscono ai titolari particolari diritti in merito all'approvazione delle operazioni straordinarie e privilegi in sede di distribuzioni di utili (20% dell'utile distribuito al netto della riserva legale e degli utili, di cui sopra, distribuiti ad azioni di Categoria A)

La variazione del patrimonio netto totale da € 7.875 migliaia nel 2012 a € 11.547 migliaia nel 2013 è principalmente riconducibile al conferimento di azioni Borgosesia, agli utili da prima iscrizione della partecipazione in Borgosesia valutata secondo il metodo del patrimonio netto e alla conversione di 1.500.000 azioni di categoria A riscattabili al 31.12.2013 in 429.526 azioni di categoria A e 1.070.474 strumenti finanziari Ex ARisc, valorizzati a € 0,3656.

La posizione finanziaria netta è positiva per circa € 3.000 migliaia nel 2013.

Figura 9.3

## CdR – Rendiconto finanziario consolidato

**Rendiconto finanziario**

| *migliaia di euro* | **2012 A** | **2013 A** |
|---|---|---|
| Risultato operativo | 167 | 36 |
| Ammortamenti e svalutazioni immobilizzazioni | 2 | 4 |
| **Operating cash flow** | **169** | **40** |
| Capex materiali e immateriali | (1) | (11) |
| Variazione CCN | (82) | 155 |
| **Free cash flow** | **86** | **184** |
| Proventi / oneri finanziari | 61 | 37 |
| **Net cash flow** | **147** | **222** |
| Variazione partecipazioni | 0 | (9.102) |
| Variazioni strumenti finanziari subordinati | 0 | 1.070 |
| Variazione attività finanziarie immobilizzate | (459) | 3.587 |
| Variazioni di PN | 4.012 | 3.519 |
| **Variazione PFN** | **3.700** | **(704)** |
| PFN inizio periodo | (57) | (3.756) |
| PFN fine periodo | (3.756) | (3.052) |
| **Variazione PFN** | **3.700** | **(704)** |

Fonte: Bilanci consolidati del Gruppo Compagnia della Ruota S.p.A.

# 10. SOCIETA' COMPARABILI QUOTATE

## Profili

**EPE Special Opportunities** è una società di investimento quotata sull'AIM UK, specializzata nell'acquisizione di partecipazioni di maggioranza in società inglesi che versano in situazioni di dissesto, in crescita o oggetto di buyout.

**Juridica Investments**, società di investimento quotata sull'AIM UK, possiede e gestisce un portafoglio diversificato di investimenti in contenziosi, casi di arbitrato, reclami e controversie. Gli investimenti sono stati effettuati principalmente negli Stati Uniti.

**Volvere** è una holding company inglese quotata sull'AIM UK che investe in società in dissesto o in società quotate con capitalizzazioni di mercato al di sotto del valore di realizzo del patrimonio netto. Inoltre Volvere investe in imprese con business complementare.

**Reconstruction Capital** investe in società private e quotate, strumenti convertibili e debiti mezzanini, soprattutto in Romania, Bulgaria e Serbia. La Società è quotata sull'AIM UK.
Genera rendimenti attraverso la rivalutazione del capitale, tramite l'investimento e la successiva dismissione di partecipazioni rilevanti o di controllo (programma Private Equity) e attraverso investimenti in azioni quotate e titoli a reddito fisso (programma Trading).

## Dati finanziari sommari

Figura 10.1

*euro milioni*

| Società | Ricavi | | Utile netto | | Patrimonio Netto | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 | 2012 | 2013 |
| EPE SPECIAL OPPORTUNITIES | 5 | 12 | 4 | 10 | 36 | 44 |
| JURIDICA INVESTMENTS | 36 | 9 | 29 | 4 | 176 | 168 |
| VOLVERE | 8 | 19 | (0,4) | 1 | 24 | 21 |
| RECONSTRUCTION CAPITAL II | (49) | (2) | (53) | (6) | 40 | 33 |

Fonte: EnVent su dati societari disponibili pubblicamente

Di seguito si riportano i multipli delle società comparabili quotate selezionate. Dato il settore di attività, multipli diversi dal Price/Book Value sono considerati poco significativi, mentre i multipli Price/Book Value offrono indicazione su sconti e premi attribuibili dal mercato rispetto ai valori contabili.

Figura 10.2

| | P/BV | | |
|---|---|---|---|
| | 200 | 60 | 30 |
| | *Netto dell'aliquota fiscale* | | |
| **EPE SPECIAL OPPORTUNITIES** | 0,91x | 1,07x | 1,10x |
| **JURIDICA INVESTMENTS** | 1,04x | 1,04x | 1,05x |
| **VOLVERE** | 0,89x | 0,90x | 0,92x |
| **RECONSTRUCTION CAPITAL II** | 0,55x | 0,38x | 0,37x |
| **MEDIA** | **0,85x** | **0,85x** | **0,86x** |
| **MEDIANA** | **0,90x** | **0,97x** | **0,99x** |

Fonte: EnVent su dati Bloomberg – Medie mobili dei prezzi a 200 – 60 – 30 giorni fino alla data del 17.06.2014 – Book value al 31.12.2013, per EPE Special Opportunities al 31.01.2014

# 11. POTENZIALE DI RENDIMENTO DEL BUSINESS MODEL

## La redditività di un investimento nel settore delle *Special Situation*

### Il benchmark di riferimento

Per valutare la redditività del business model di un player nel settore di riferimento di Compagnia della Ruota, può essere utile un'analisi comparata con altri operatori di mercato.
Gli elementi indispensabili per la comparazione sono:

- approccio basato su un'elevata specializzazione e profonda conoscenza del mercato e dei diversi stakeholders coinvolti
- un business model che preveda:
  - un'attività core incentrata sull'acquisizione di attivi da società distressed, "pagati" con l'accollo del debito delle stesse società (opportunamente ridotto in base alla proposta concordataria/di ristrutturazione del debito), o
  - la possibilità/capacità di affiancare al core business l'offerta di servizi/prodotti complementari/affini come l'attività di advisory
- la prospettiva di indirizzare, a partire dal 2013/2014, l'attività di investimenti attraverso concordati/procedure relativi (preferibilmente) ad aziende/contesti di dimensioni più limitate rispetto ai precedenti esercizi

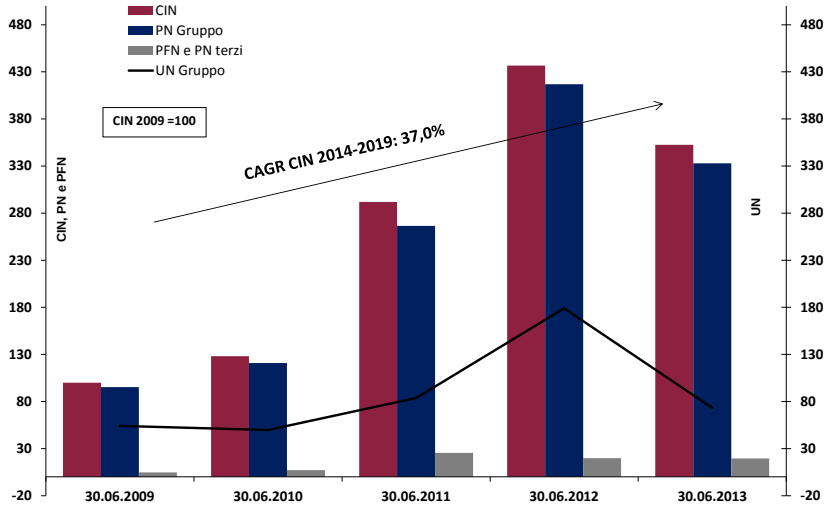
Fra gli operatori di mercato attivi nel periodo 2009-2013, è stato possibile riscontrare diversi elementi di comparabilità con il business model di Compagnia della Ruota, che hanno permesso di condurre simulazioni e analisi di sensibilità.

Le tabelle che seguono illustrano un case study sviluppato in base all'analisi di risultati effettivi su dati pubblicamente disponibili.

L'analisi ha evidenziato:

- espansione continua e costante dell' operatività, con crescita del Capitale Investito Netto (CIN, che include tutti gli attivi e passivi acquisiti e accollati dalle aziende distressed, ivi inclusa la liquidità e i debiti verso banche)
- crescita del Capitale Investito Netto, coperto dall'accrescimento continuo dei mezzi propri/Patrimonio Netto (PN) a sua volta generato dagli utili conseguiti, al netto della distribuzione di dividendi/riserve a partire dal terzo anno, e ricorso limitato al finanziamento "esterno"

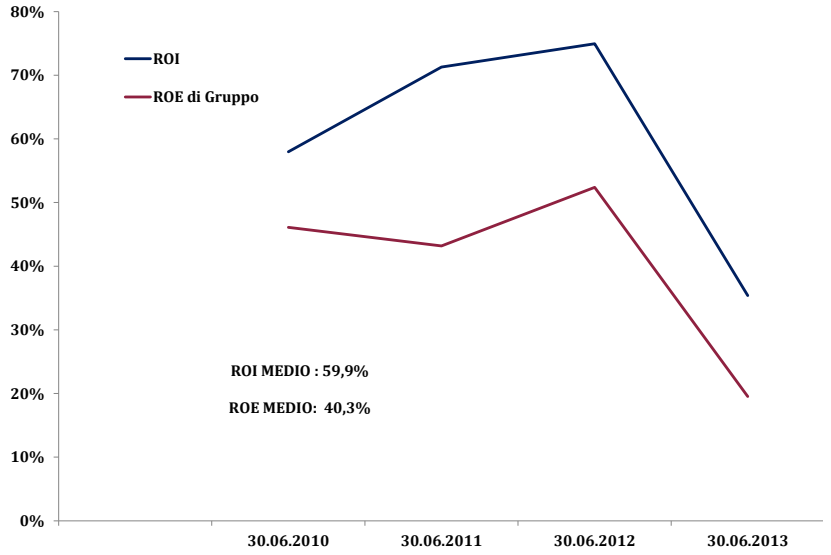
Figura 11.1




Fonte: EnVent

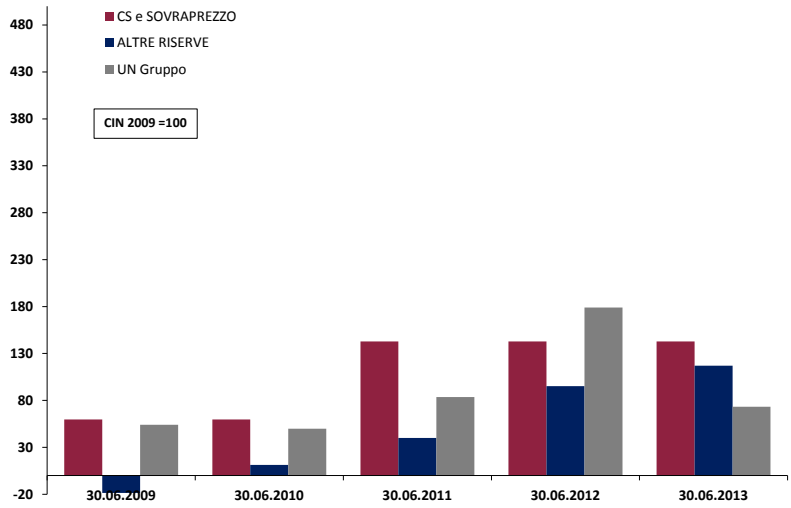
- elevata redditività associata alla crescente operatività (testimoniata dal ROI stimato in ciascun esercizio del periodo osservato, ove il ROI è calcolato come rapporto fra EBIT e media di CIN inizio/fine esercizio)
- elevata e stabile redditività del Patrimonio Netto (stimata con il ROE, cioè Utile Netto di Gruppo rapportato alla media del Patrimonio netto di Gruppo inizio/fine esercizio) associata a un Patrimonio Netto di Gruppo, che – come già detto – appare costantemente in crescita grazie (soprattutto) agli utili conseguiti e nonostante i dividendi distribuiti a partire dal terzo anno

Figura 11.2




Fonte: EnVent

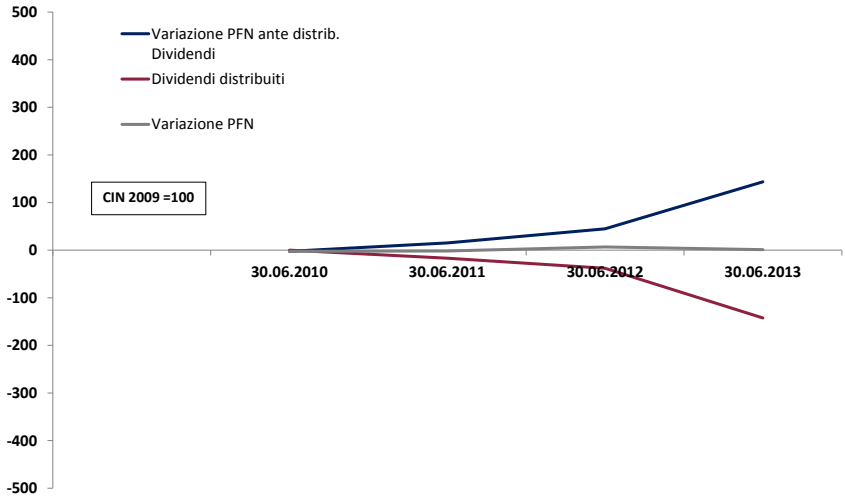
Figura 11.3




Fonte: EnVent

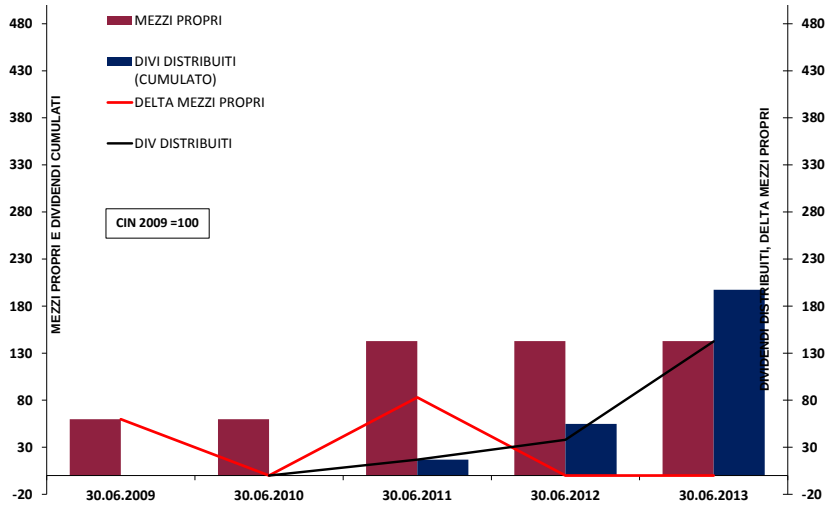
- generazione di flussi di cassa operativi tale da permettere la distribuzione di un ammontare di dividendi fra il terzo e il quinto anno pari ai mezzi propri raccolti dagli azionisti nei primi tre anni del periodo considerato

Figura 11.4




Fonte: EnVent

Figura 11.5




Fonte: EnVent

# 12. LE NOSTRE STIME

## La capacità teorica di rimborso del Prestito Obbligazionario Convertibile (POC)

### Principali assunzioni

Sulla base del case study che precede abbiamo effettuato una simulazione, proforma e ipotetica, al fine di valutare la capacità di CdR di rimborsare il finanziamento di € 4,95 milioni oggetto della raccolta prevista.

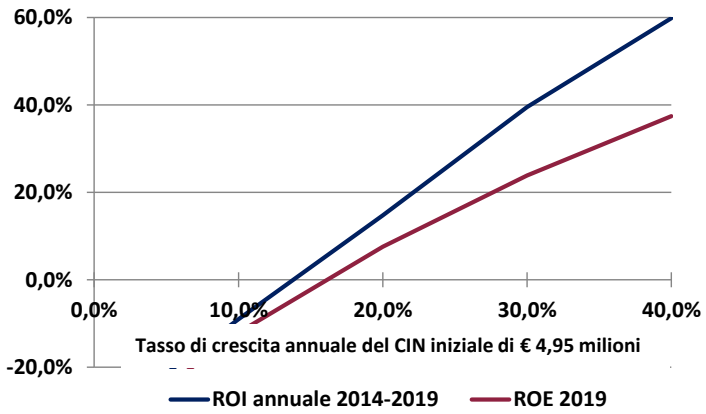
La simulazione è stata condotta nel seguente modo (principali assunzioni):

- il bilancio di riferimento è il consolidato al dicembre 2013 del Gruppo CdR
- trasformazione in liquidità entro il 2019 del CIN a fine 2013 (€ 8,5 milioni circa); in via prudenziale si ipotizza più precisamente che la liquidazione/incasso avvenga per intero nel corso del 2019
- la PFN osservata a fine 2013 si incrementa di € 4,95 milioni per effetto della raccolta da POC nel corso del 2014 e della destinazione di tale somma ad investimenti operativi; successivamente la PFN consolidata evolve in funzione della crescita del CIN e del PN consolidati
- in funzione delle prospettive di mercato precedentemente descritte, con una stima di opportunità di investimento elevate rispetto alla disponibilità di mezzi finanziari della Società, si assume che l'ammontare raccolto con il POC venga interamente investito in asset "operativi" entro il primo anno di disponibilità
- si ipotizza che nel periodo 2014-2019 il CIN consolidato cresca esclusivamente in funzione degli € 4,95 milioni raccolti grazie al POC e di un determinato tasso di crescita di tale investimento iniziale (Tasso di crescita G del CIN o Tasso G o Variabile 1). Pertanto la simulazione non tiene conto dell'eventuale apporto di CIN da disinvestimenti e reinvestimenti del CIN pre POC
- si ipotizza che l'EBIT consolidato 2014-2019 del Gruppo CdR scaturisca dall'investimento € 4,95 milioni raccolti tramite POC (e in base alla crescita di tale investimento grazie al Tasso G) in funzione di una assunzione di redditività annua del CIN (Tasso ROI Annuale o Tasso ROI o Variabile 2)
- il POC è remunerato al tasso previsto e le imposte sull'eventuale Utile Netto consolidato sono stimate con un'aliquota complessiva annua del 33,5%
- dall'Utile Netto consolidato 2014-2019 si assume l'Utile Netto Civilistico della holding, in base al rapporto medio del 72% circa osservato nel periodo 2009-2013 per CdR fra Utile Netto Civilistico/Utile Netto Consolidato
- una quota del 75% dell'Utile Netto Civilistico, come sopra stimato, è

distribuito come dividendo nell'esercizio successivo a quello di realizzo.

In base a tutte le assunzioni sopra descritte abbiamo verificato, per un Tasso G ricompreso fra lo 0% e il 40% (si ricorda che per il case study precedentemente descritto tale grandezza ha avuto un valore del 37% circa nel periodo 2009-2013) quale sia il valore di Tasso ROI necessario per stimare una PFN (indebitamento finanziario netto) nulla a fine 2019, a valle del rimborso integrale del POC € 4,95 milioni in tale esercizio.

Figura 12.1




Fonte: EnVent

Nel grafico sopra riportato, la linea azzurra evidenzia le combinazioni fra Tasso G (asse delle ascisse) e Tasso ROI (asse delle ordinate) tali da garantire un indebitamento netto nullo nel 2019 dopo il rimborso del POC. Ogni punto sopra la linea azzurra rappresenta combinazioni delle due variabili che determinano cassa netta a fine 2019, mentre ogni punto al di sotto rappresenta combinazioni delle due variabili che determinano un indebitamento netto a fine 2019. Il grafico evidenzia inoltre, per ogni combinazione Tasso G-Tasso ROI dato dalla linea azzurra, il corrispondente livello di tasso ROE atteso nel 2019, stimato dal rapporto fra i) Utile Netto Consolidato e ii) media Patrimonio Netto Consolidato inizio anno/fine anno.

Dal grafico si evince che non tutte le combinazioni Tasso G-Tasso ROI ai fini di un indebitamento netto nullo saranno equivalenti fra loro, perché solo a partire da alcune di tali combinazioni (quelle in corrispondenza di valori positivi della linea rossa) si evidenziano ROE consolidati attesi positivi nel 2019.

Il grafico evidenzia inoltre che le combinazioni fra Tasso ROI e Tasso G tali da far stimare:

- una capacità del Gruppo CdR (almeno) di rimborsare il POC senza ricorrere ad ulteriore indebitamento
- un ROE consolidato 2019 positivo

sono compatibili con quelle osservate per il case study. Infatti: a un tasso G del 37% circa (come quello del case study), il livello di ROI annuo atteso 2014-2019 che permette una stima di indebitamento netto nullo a tale data (post rimborso

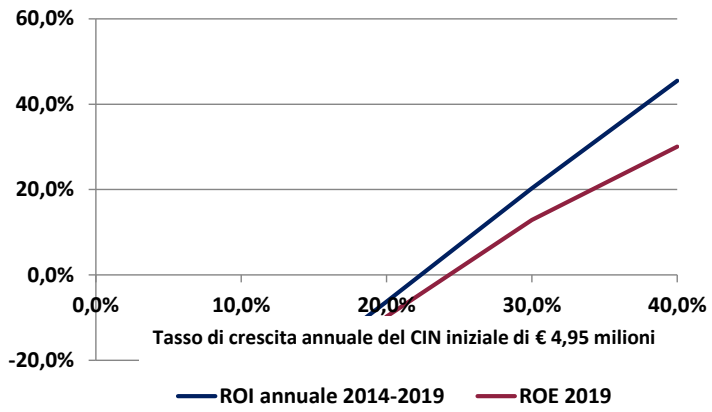
del POC) è inferiore al 60% osservato per il case study come valore medio nel periodo 2009-2013.

## Lo scenario in caso di conversione del POC

Un'ulteriore simulazione consiste nello stimare lo scenario relativo all'ipotesi di integrale conversione del POC in azioni di categoria A entro fine 2019, a parità di tutte le altre assunzioni precedentemente illustrate.

Ovviamente, la rappresentazione delle combinazioni del Tasso G e Tasso ROI in grado di garantire un indebitamento netto nullo post conversione del POC a fine 2019 evidenzia una linea azzurra e una linea rossa più basse rispetto al caso di rimborso del POC, stante: i) un minor esborso di € 4,95 milioni per il mancato rimborso del POC; ii) un maggior PN Consolidato di € 4,95 milioni per l'avvenuta conversione.

Figura 12.2




Fonte: EnVent

Si consideri ora una combinazione fra i seguenti range:

- Tasso G: 10-20%
- Tasso ROI: 30-45%

Cioè, una combinazione di tasso di crescita del CIN e suo rendimento inferiori a quelli osservati per il case study.
Il grafico sopra riportato evidenzia che rispetto, a tali range, nel caso di integrale conversione del POC si stima una cassa netta a fine 2019 (ci si troverebbe sopra la linea azzurra).

Si consideri inoltre il livello di ROE Consolidato 2019 stimato in base alla combinazione dei suddetti range di valori Tasso G e Tasso ROI:

Figura 12.3

| Tasso ROI | Tasso G 10,0% | 15,0% | 20,0% | 25,0% | 30,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| **30,0%** | 8,11% | 10,09% | 12,32% | 14,79% | 17,50% |
| **33,8%** | 9,03% | 11,16% | 13,54% | 16,16% | 19,02% |
| **37,5%** | 9,90% | 12,16% | 14,68% | 17,44% | 20,43% |
| **41,3%** | 10,72% | 13,11% | 15,75% | 18,63% | 21,73% |
| **45,0%** | 11,50% | 14,00% | 16,75% | 19,73% | 22,94% |

Fonte: EnVent

In base alle ipotesi copra considerate, e in funzione di un'attesa di tassi di crescita del CIN e di redditività annua dello stesso inferiori rispetto a quanto osservato per il case study, il ROE Consolidato a fine 2019 (che risente positivamente dei dividendi nel frattempo distribuiti e negativamente dell'incremento di € 4,95 milioni nel 2019 per effetto della conversione del POC) è stimabile in un range 8%-23% circa.

Assumendo, in continuità dei dati 2013:

- un ammontare di PN di terzi che rimane costante fra il 2013 e il 2019, cioè pari ad € 3,16 milioni circa
- quote percentuali del PN di Gruppo relativo al totale azioni di categoria A (incluse le 4.500.000 derivanti dalla conversione del POC in base ad un'ipotesi conversione ad un valore pari ad € 1,1, ma senza considerare effetti derivanti dall'eventuale esercizio dei warrant attualmente quotati) e il totale azioni di categoria B a fine 2019 pari a quelle osservata a fine 2013 e cioè 97% circa relativo alla categoria A e 3% circa relativo alla categoria B

le combinazioni fra i range di Tasso G - Tasso ROI sopra evidenziate corrispondono a valori di Patrimonio Netto per azione (o Book Value, o BV per azione) relativo alle azioni di categoria A a fine 2019, post integrale conversione del POC, che variano nell'ambito di seguito illustrato:

Figura 12.4

| Tasso ROI | Tasso G di crescita annuale del CIN 2014-2019 10,0% | 15,0% | 20,0% | 25,0% | 30,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| **30,0%** | 1,37 | 1,43 | 1,49 | 1,57 | 1,66 |
| **33,8%** | 1,41 | 1,48 | 1,55 | 1,64 | 1,74 |
| **37,5%** | 1,46 | 1,53 | 1,61 | 1,71 | 1,82 |
| **41,3%** | 1,50 | 1,58 | 1,67 | 1,78 | 1,90 |
| **45,0%** | 1,54 | 1,63 | 1,73 | 1,84 | 1,98 |

Fonte: EnVent

## Compatibilità di mercato

I riferimenti risultanti dalle elaborazioni che precedono intendono fornire elementi di valutazione per la compatibilità della strategia di sviluppo di Compagnia della Ruota con le opportunità di mercato e performance osservabili nel contesto italiano degli ultimi anni, caratterizzato da un elevato numero di crisi aziendali e di operazioni di acquisizioni di asset da concordati.

Va ricordato che i casi di comparabilità sono limitati, sia nel mercato italiano che in altri mercati, come pure nei mercati borsistici. Pertanto ogni considerazione di analogia con altre aziende e altri titoli può avere valenza segnaletica e informativa con limitazioni elevate.

Le simulazioni sopra illustrate intendono offrire una metodologia di analisi delle prospettive, che andrà opportunamente adattata e integrata con l'evolversi delle grandezze assunte come stabili ai livelli attuali.

Inoltre, i mercati dei capitali tendono ad attribuire uno sconto ai NAV di società di investimento, tecnicamente giustificato dai tempi di realizzo dei portafogli, per loro natura soggetti a variabilità e comunque non valutabili attraverso le situazioni contabili o i bilanci, e dalle incertezze connesse con i valori di realizzo, che essendo tutti di natura estimativa, non possono essere assimilati a valori patrimoniali di aziende di altri settori.

Gli sconti riscontrabili sui mercati borsistici sono storicamente elevati, anche nei casi di Holding di partecipazioni, per loro natura soggette a minori incertezze valutative.
Riteniamo pertanto che le simulazioni rappresentate debbano essere considerate come valori obiettivo soggetti a rettifica in funzione degli andamenti aziendali complessivi e degli andamenti di mercato.
Ai fini della convenienza a convertire le obbligazioni detenute al prezzo ipotizzato di € 1,1 per azione, la tabella precedentemente riportata evidenzia uno sconto tollerabile del corso azionario rispetto al Book Value per azione ricompreso fra il 25% e l' 80% circa.

Relativamente ai comparables quotati illustrati in precedenza, il P/BV osservato in base alle medie mobili dei prezzi a 200, 60 e 30 gg e ai financials consolidati al 31.12.2013 evidenzia ad oggi un valore medio e mediano pari a 0,9 circa, con elevate oscillazioni.
Compagnia della Ruota attualmente non presenta un portafoglio diversificato di asset distressed e non ha ancora un track record consolidato, pertanto non potrebbe beneficiare di multipli di fascia elevata se non al momento in cui fosse dotata di un portafoglio visibile e agevolmente valutabile. Per gli stessi motivi le informazioni sulle società comparabili quotate, pur avendo valore informativo e segnaletico, non sono state utilizzate per considerazioni su valori prospettici.