

Летают ли в итальянском небе фонды-стервятники²¹? Эмпирическое исследование итальянского рынка

Давони Александро²²
Перевод Кокорева Д.А.²³

Целью данной статьи является дать всесторонний обзор отрасли экстренного финансирования (*turnaround financing*) в Италии, подразумевая под данным термином инвестирование в компании, испытывающие трудности, осуществляемое профессиональными инвесторами (как правило, фондами прямых инвестиций).

Благодаря внутренним и внешним факторам, в данном секторе ожидалось существенные изменения. К таким факторам можно отнести как большее развитие рынка прямых инвестиций, так и реформирование законодательства о банкротстве, которое позволило использовать широкий набор вариантов реструктуризации проблемных компаний, существенно облегчив подобные операции.

В то же время эмпирическое исследование показало весьма слабое увеличение общих инвестиций, несмотря на существенный рост ожиданий в данном направлении. Данные показывают, что несмотря на увеличение уровня инвестиций в компании, находящиеся в процессе реструктуризации (или требующие подобных процедур), данные вложения никогда не превышали 5% от общего рынка прямых инвестиций Италии. Тем не менее, есть подтверждения того, что два фонда прямых инвестиций основывают свою деятельность на вложениях в проблемные компании, и в настоящий момент способны осуществлять сделки любых размеров.

Новое законодательство, возможно, окажет существенный эффект на отрасль в будущем. Тем не менее, некоторые проблемы, сдерживающие развитие рынка прямых инвестиций в проблемные активы и компании в Италии, все еще не разрешены.

JEL: G24

Ключевые слова: фонды-стервятники, экстренное финансирование

1. Введение²⁴

По нескольким причинам фонды-стервятники никогда не были популярны. В то время как литература, посвященная венчурному инвестированию, очень обширна, это не относится к случаю фондов-стервятников²⁵. Несмотря на высокие уровни ожидаемой доходности подобных фондов и усиленное внимание профессионалов, только в последние годы стали появляться редкие исследования на эту тему [Hotchkiss, Mooradian, 1997; Rosenberg, 2000;

²¹ Фонд-стервятник (*Vulture fund*) – взаимный инвестиционный фонд, который вкладывает деньги в не пользующуюся спросом недвижимость в надежде на повышение спроса после реконструкции. В рамках данной статьи под термином «фонд-стервятник» рассматриваются фонды прямых инвестиций, осуществляющие экстренное финансирование (*turnaround financing*).

²² Alessandro Danovi, associate professor Università degli Studi di Bergamo, Италия.

²³ Аспирант факультета экономики ГУ ВШЭ, кафедра экономики и финансов фирмы.

²⁴ Данная статья – часть большого исследовательского проекта, осуществляемого автором. Сбор данных для исследования 2006 г. был осуществлен Матео Тантери, который принимал участие в подготовке черновика данной работы на итальянском [Danovi, Tanteri, 2009].

²⁵ Для более полного ознакомления с библиографией работ по итальянскому рынку см.: [Gervasoni, Sattin, 2000]. Влияние кризиса на методы и роль финансирования более подробно описано в: [Blatz, Kraus, Nagani, 2006].

Gilson 2001; Feder Lagrange, 2002; Altman, 2004; Altman, Hotchkiss, 2006; Kutcher, Meitner, 2004; Krasoff, O' Neill, 2006].

Если говорить о международной арене, то немногие работы, которые касались итальянского рынка [Perrini, 1997; Danovi, 2001, 2003], показали не только отсутствие специализированных игроков по данным сделкам, но также и общее отсутствие интереса к этой нише прямых инвестиций.

В то же время существенное внимание данным фондам уделяют профессионалы и пресса, и связано это внимание с высокой ожидаемой доходностью фондов. На зрелом рынке сегментация и специализация – нормальные явления. Каждая фаза жизненного цикла компании может быть связана с тем или иным специфичным инвестором. Находится ли компания в фазе сокращения или кризиса, всегда легко найти инвестора, желающего выкупить акции с целью реструктуризации бизнеса либо структуры долга, для того чтобы получить арбитражную прибыль от роста стоимости компании.

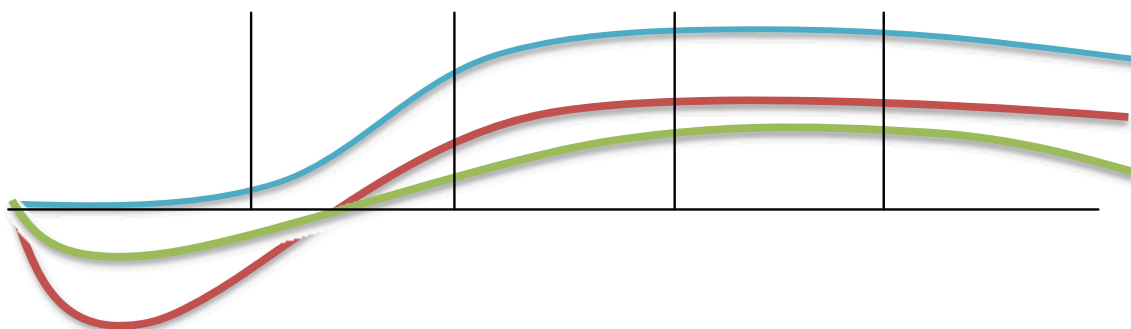


Рисунок 1. Взаимосвязь жизненного цикла компаний и основных инвесторов

Источник: [Perrini, 1997]

Цель данной статьи – описать экстренное финансирование (turnaround financing²⁶) в Италии: финансирование компаний, находящихся в финансовом упадке, либо столкнувшихся с иными проблемами, для решения которых необходимы существенные изменения. Несмотря на то что данные сделки могут совершаться разными субъектами (фондами прямых инвестиций, отдельными менеджерами, компаниями-конкурентами и т.п.), в данном исследовании рассматриваются только те сделки, которые были осуществлены профессиональными инвесторами (фондами), — из-за отсутствия систематизированной информации о других сделках.

Основой для данного исследования послужила похожая работа, написанная несколько лет назад [Danovi, 2001]. По сравнению с работой 2001 г. мы пытаемся понять в текущем исследовании, произошли ли какие-либо улучшения в данной сфере²⁷.

Мы ожидали существенных изменений в данном секторе благодаря как внешним, так и внутренним изменениям: большему развитию рынка прямых инвестиций в Италии и

²⁶ Здесь и далее под термином «экстренное финансирование» (turnaround financing) подразумеваются вложения в компанию, столкнувшуюся с финансовыми сложностями либо находящуюся на последней стадии развития (упадок). Зачастую средства от данных вложений идут на коренное изменение стратегии деятельности компании либо на ее финансовое оздоровление.

²⁷ Данный анализ был проведен в конце 2006 г. путем опроса управляющих тех фондов, которые активны на итальянском рынке прямых инвестиций, по четырем различным направлениям: степень участия; точка зрения относительно реформирования законодательства о банкротстве и возможное воздействие этой реформы на выбор инвестиционной стратегии; соотношение факторов риск/доходность и стоимость/риск, а также методы проведения операций.

прежде всего реформированию закона о банкротстве²⁸. Новое законодательство дало широкие возможности по реструктуризации компаний, находящихся в процедуре банкротства, что послужило своего рода входным билетом для инвестирования в проблемные компании.

2. Эмпирическое исследование

Итальянский рынок экстренного финансирования в сравнении с международным весьма скромен в размерах. В период с 2001-го по 2007 г. объем рынка никогда не превышал 150 млн евро, а количество сделок, проводимых за год, было меньше 20.

Среди итальянских фондов прямых инвестиций, членов AIFI, только 22% рассматривают возможность инвестирования в проблемные компании. За тот же период в Европе (по данным EVCA) доля таких фондов составила около 30%.

Таблица 1

Итальянский рынок прямых инвестиций

Вложения, млн евро	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
Посевные инвестиции/ Стартап	65	2,5	59	1,9	23	1,6	30	1,0	28	0,8	66	1,6
Фонды развития	811	30,9	572	18,9	426	28,8	385	12,6	1013	27,2	641	15,3
Замещение капитала (вторичный рынок)	205	7,8	133	4,4	83	5,6	221	7,2	165	4,4	50	1,2
Сделки по выкупу	1534	58,4	2258	74,4	916	61,9	2401	78,3	2444	65,5	3295	78,5
Экстренное финансирование	11	0,4	11	0,4	31	2,1	28	0,9	81	2,2	145	3,5
ИТОГО:	2626	100	3033	100	1479	100	3065	100	3731	100	4197	100

В 2006 г. в Италии существовало только два фонда, чья деятельность была полностью направлена на экстренное финансирование: Atlantis Capital Special Situations и Management & Capital²⁹. Помимо локальных фондов на итальянском рынке экстренного финансирования периодически принимают участие и крупнейшие международные игроки: как фонды прямых инвестиций (Oaktree, Cerberus, EOS Partners, Silverstar и KKR), так и подразделения крупных международных банков (Goldman Sachs, Deutsche Bank или JPMorgan/One Equity partners)³⁰.

Как уже было сказано, исследование проводилось путем опроса основных игроков данного рынка. Результаты этого опроса, хотя и не всегда статистически значимые из-за малого количества наблюдений (в опросе согласилось принять участие только 84 фонда³¹ из

²⁸ Первоначально – введением Decreto Legge № 35 от 14 марта 2005 г., и затем введением Decreto Legislativo 9 января 2006 г.

²⁹ Фонд Atlantis Capital Special Situations активен в последние несколько лет и инвестирует в компании со средней капитализацией. Фонд Management & Capital был создан в 2005 г., после разделения DCB Web-Tech, и выведен на биржу в середине 2006 г. Основной целью фонда являлись проблемные компании со средней капитализацией. В 2009 г. фонд Management & Capital анонсировал изменение стратегии и соответствующее сокращение средств под управлением.

³⁰ Несмотря на то что данные сделки могут совершаться разными субъектами (фондами прямых инвестиций, отдельными менеджерами, отдельными компаниями из той же отрасли и т.п.), в данном исследовании рассматриваются только те сделки, которые были осуществлены профессиональными инвесторами (фондами), – из-за отсутствия систематизированной информации о других сделках.

³¹ В данную выборку вошли следующие компании: 360 Capital Partners, 3i SGR, ABN AMRO Capital, Advanced Capital SGR, Advent International, Aksia Group, Aletti Private Equity SGR, Alice Ventures, Alto Partners SGR, AME Ventures, Apex Partners, Arca Impresa Gestioni SGR, Argos Sodic SGR, Argy Venture Capital SGR, Arner Advisory, Atlantis Capital Special Situations, BA Capital Advisors, Banca Intesa, BC Partners, Berrier Capital, BNL Gestioni SGR, BPC Investimenti SGR, Bridgepoint Capital, BS Investimenti SGR, Candover, Centrobanca Sviluppo

150 членов AIFI), тем не менее охватывают существенную часть фондов-стервятников и освещают интересные стороны их операционной деятельности. Мы должны помнить, что исследование было нацелено на структурированных инвесторов, а не на неформальных участников рынка.

Таблица 2

Финансовые инвесторы, вкладывающие в проблемные компании

Название компании	Классификация	Местоположение
Argy Venture Capital SGR	IMCO	Милан, Северная Италия
Atlantis Capital Special Sit. S.p.a.	Холдинг	Милан, Северная Италия
Banca Intesa	Банковское подразделение	Милан, Северная Италия
BNL Gestioni SGR	IMCO	Милан, Северная Италия
BPC Investimenti SGR	IMCO	Генуя, Северная Италия
Centrobanca Sviluppo Impresa SGR	IMCO	Милан, Северная Италия
Deutsche Bank	Коммерческий банк	Лондон – Милан
Doughty Hanson & Co.	Представительство западного фонда	Милан, Северная Италия
Effusia Investimenti SGR	IMCO	Милан, Северная Италия
Efibanca	Коммерческий банк	Рим, Центральная Италия
Finlombarda	Инвестиционная компания	Милан, Северная Италия
Friulia	Инвестиционная компания	Триест, Северная Италия
Gepafin	Инвестиционная компания	Перуджа, Центральная Италия
Impresa & Finanza SGR	IMCO	Брешиа, Северная Италия
Investimenti Piccole Imprese	Инвестиционная компания	Милан, Северная Италия
Investitori Associati SGR	IMCO	Милан, Северная Италия
Management & Capitali S.p.a.	Listed company	Милан, Северная Италия
MCC Sofipa SGR	IMCO	Рим, Центральная Италия
Palladio Finanziaria	Инвестиционная компания	Милан, Северная Италия
SFIRS	Инвестиционная компания	Кальяри, Центральная Италия
State Street Global Investments SGR	IMCO	Милан, Северная Италия
Sviluppo Imprese Centro Italia SGR	IMCO	Флоренция, Центральная Италия
The Carlyle Group	Представительство западного фонда	Милан, Северная Италия

Impresa SGR, CFI, CI Partners, Cinven, Clessidra SGR, CVC Capital Partners, Deutsche Bank, DGPA SGR, Doughty Hanson, Effusia Investimenti SGR, Efibanca, Euromobiliare PE, Fidi Toscana, Fidia SGR, Filas, Finanziaria senese di sviluppo, Finint & Partners, Finlombarda, Friulia, Gepafin, Impresa & Finanza SGR, Innogest SGR, Interbanca, Investimenti Piccole Imprese, Investitori Associati SGR, Kairos Partners SGR, Livolsi & Partners, Management & Capitali, MCC Sofipa SGR, Mittel, MPS Venture SGR, Natexis-Cape SGR, Nem SGR, PAI Partners, Palladi Finanziaria, Pentar, Permira Associati, Pino SGR, PM & Partners, Private Equity Partners SGR, Quadrivio SGR, Quantica SGR, R&D Advisory, Riello Investimenti, S+R Investimenti e Gestioni, SanPaolo IMI PE, SFIRS, Sigefi Italia PE, State Street Global Investments SGR, Strategia Italia SGR, Sviluppo Imprese Centro Italia SGR, Synergo SGR, Tamburi Investment Partners, The Carlyle Group, Unicredit Banca d'Impresa, Value Partners, VelaCapital, Vestar Capital Partners Italia, Virtus Capital Partners, Wise SGR.

Данная выборка не является полной, так как AIFI не включает в себя всех активных участников рынка; но она вполне может служить в качестве полезного приближения к действительности, так как наше исследование было нацелено на структурированных инвесторов, а не на неформальных участников. Согласно ответам, сейчас наблюдается общее увеличение интереса к операциям экстренного финансирования:

Таблица 3

Заинтересованность в совершении экстренного инвестирования

	2001	2006
Не заинтересованы	81%	64%
Регулярно осуществляют	3%	7%
Время от времени	16%	29%

Однако эмпирические данные показывают, что большинство опрошенных не склонны к изменению инвестиционных стратегий из-за реформы законодательства о банкротстве в Италии³².

Хотя, возможно, это связано со слабыми сторонами нового законодательства: недостаточная ясность в описании тех или иных норм может привести к свободной его интерпретации. Мы надеемся, что данная проблема будет сокращаться с течением времени, по мере введения судебной практики по данному законодательству и уточнению его правоприменения³³.

Другой интересной особенностью, выявленной в исследовании, является то, что фонды в целом переоценивают риски: треть компаний выборки ожидают доходности от вложений в размере 100% и более. Высокие уровни доходности, очевидно, связываются с высоким уровнем риска, и интервьюируемые игроки рынка прямых инвестиций фактически подтверждают, что вложения в компании, которые переживают трудности, подвержены бóльшим рискам, чем инвестиции в компанию, находящуюся на любой другой стадии жизненного цикла. С другой стороны, инвесторы, которые специализируются на вложениях в подобные компании или, по крайней мере, периодически проводят данные сделки, рассчитывают на среднюю доходность в размере примерно 40% годовых, что более корректно³⁴.

Анализ основных драйверов риска, характеристик операций по финансовому и стратегическому оздоровлению компаний может быть очень многогранным. Основные сложности возникают со следующими параметрами инвестиций:

- оценка реального размера долга приобретаемой компании;
- мгновенное понимание проблем отрасли, где работает приобретаемая компания, и организационных проблем компании;
- понимание способностей менеджмента для изменения стратегии деятельности компании;
- предсказание реакций поставщиков и основных инвесторов;
- определение времени, необходимого для сокращения издержек и достижения точки безубыточности.

³² Для более детального анализа итальянского законодательства о банкротстве см.: [Panzani, 2009].

³³ Для более подробной информации см.: [Arato, 2006]. Краткое описание реформы законодательства можно найти в: [Danovi, Quagli, 2008, chap. 11].

³⁴ Данный феномен с восприятием риска (интуитивно риск должен быть больше, однако он в реальности ниже) связан с тем, что игроки, осуществляющие данный вид инвестирования, могут быть рассмотрены отдельно от прочих фондов прямых инвестиций, так как они имеют дело с воссозданием стоимости компании, которая уже доказала свою способность приносить прибыль.

Также среди проблем были упомянуты вопросы персонала, сильное давление закона о банкротстве, отсутствие операционной непрерывности, уровень долговой нагрузки компаний и неоптимальная структура капитала, коммерческие и отраслевые риски.

Многие из этих проблем могут быть разрешены, если возможно провести необходимую проверку перед инвестированием (*due diligence*), но, к сожалению, такая возможность не всегда есть у потенциального покупателя.

Давление итальянского законодательства о банкротстве³⁵ и сложности с персоналом также были признаны одними из главных проблем. Недавняя реформа может быть полезна, так как в ней совершены попытки ограничить длительность процесса банкротства. Второй областью, которую зачастую недооценивают фонды при инвестировании и которая, однако, является фундаментальной, – это провал возможной реструктуризации компании из-за конфликта интересов сторон, участвующих в данном процессе³⁶.

При обсуждении основных драйверов увеличения стоимости инвестиции, опрошенные сходятся на следующих трех факторах:

- наличие компетентного менеджмента;
- характеристики приобретаемых компаний;
- низкая (или вообще отсутствующая) плата за компанию.

Последняя секция вопросов касалась некоторых аспектов, связанных с поиском объектов для приобретения, осуществлением и завершением операций по приобретению пакета акций. В данной секции рассматривались только ответы тех управляющих, чьи фонды приобретали (по крайней мере периодически) компании, находящиеся в тяжелом положении.

Среди участвующих в опросе респондентов 58% связывают провалы инвестирования с финансовыми ошибками, в результате которых вложения демонстрируют худшие результаты, а достичь желаемых результатов инвестиций становится все более трудно.

При этом идеальным качеством инвестора при осуществлении экстренного финансирования (помимо наличия предпринимательских способностей) является обладание операционными и управленческими способностями³⁷, в то время как финансовый инвестор в основном контролирует финансовую и юридическую часть работы портфельной компании. В идеальной ситуации предприниматель (собственник, основатель) компании остается полезным ввиду глубокого знания бизнеса, в то время как финансовый (внешний) инвестор может управлять финансовой и юридической стороной дела.

Завершая исследование, важно взглянуть на то, как потенциальные инвесторы смотрят на оценку стоимости приобретаемых компаний. Вне всяких сомнений, данный вопрос представляет собой первоочередную задачу, так как цена, уплачиваемая за приобретение, равно как и возможное вливание капитала, является входным билетом для инвестора и одновременно влияет как на стратегию реструктуризации, так и на решение о нецелесообразности инвестирования. По сравнению с предыдущим исследованием, ответы на данный вопрос существенно различаются.

³⁵ Для более детального анализа итальянского законодательства о банкротстве см.: [Panzani, 2009]

³⁶ Подробнее см.: [Guatri 1995]

³⁷ Следует напомнить, что большинство итальянских компаний (даже среди публичных) до сих пор контролируются семьей основателей или отдельными предпринимателями.

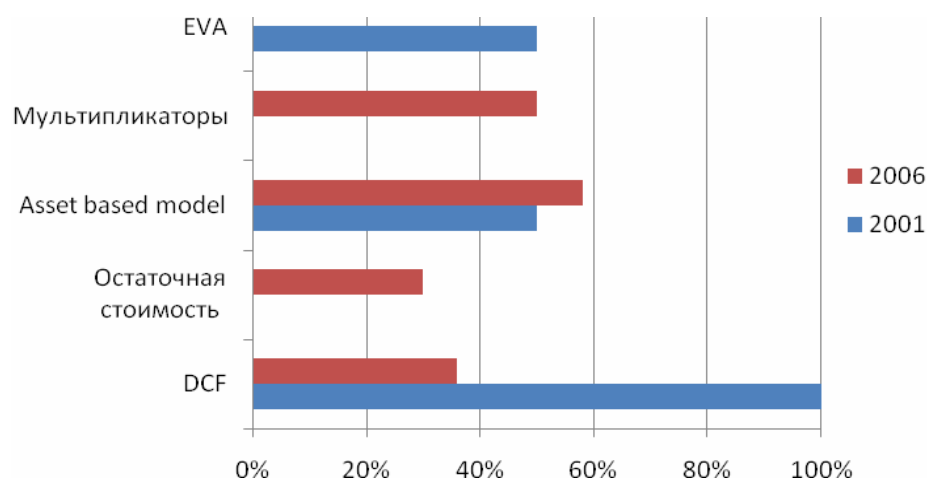


Рисунок 2. Использование различных методов оценки при принятии инвестиционных решений

При рассмотрении вариантов выхода из инвестиций результаты существенно не изменились. Существенное снижение вероятности публичного размещения (до 17% против 67) может быть объяснено сильным преобладанием ожиданий подобных стратегий выхода в 2001 г. Продажи стратегам упали со 100% до 83, равно как и продажа фондам следующего раунда финансирования уменьшилась с 67% до 50.

3. Заключение

Основываясь на представленных данных, мы можем сделать некоторые предварительные заключения.

Данные показывают, что рынок все еще является нишевым.

В 2006 г. не было резкого взлета: рынок остался стабильным, с незначительным увеличением. Количество завершенных сделок постепенно увеличивается, при этом накапливается опыт подобных операций, что крайне важно, учитывая их сложность. В Италии на текущий момент наблюдается существенное покрытие всех сегментов прямого инвестирования, в основном из-за горизонтальных и вертикальных поглощений внутри отраслей, но также и благодаря двум специализированным фондам, работающим в Италии³⁸, и порядка десяти иностранным фондам, активным на рынке. Но реальным изменением рынка послужил бы сдвиг от простого финансового оздоровления компании к комплексной реструктуризации бизнеса за длительный период.

Реформа законодательства о банкротстве, являясь необходимой и полезной, не выглядит достаточно сильной для того, чтобы придать импульс развитию сектору. Важно напомнить, что эффект от реформирования может быть замечен только по истечении

³⁸ Если говорить об активных игроках данного рынка в 2001 и 2006 гг., то на рынке было только два специализированных фонда: Atlantis Capital размером 84 млн евро, который нацелен на инвестиции в компании с маленькой и средней капитализацией, и Management & Capitali, котирующийся на бирже, имеющий размер более 500 млн евро и сфокусированный на инвестировании в компании с выручкой более 100 млн евро в год. Вместе эти два фонда должны покрывать все сегменты рынка, гарантируя постоянное наличие сделок и хорошую продолжительность работы. Также на рынке есть порядка 10 фондов, которые в своей инвестиционной стратегии рассматривают возможность участия в сделках по реструктуризации компаний в том случае, если таковые сделки происходят в отрасли, хорошо знакомой фонду, и приобретение компании возможно с дисконтом. Также на рынке работает несколько иностранных фондов, как узкоспециализированных, так и общей специализации, которых привлекла возможность осуществления крупных сделок именно на итальянском рынке. Зачастую они привлекают к своей деятельности итальянских управляющих, которые помогают управлять сделками по реструктуризации в больших масштабах.

нескольких лет, когда будут улажены все формальности правоприменения законодательства. Также все еще существует сильная проблема с регулированием трудового законодательства, которое делает очень сложным радикальное сокращение компании. Символически в данном контексте выглядит пример компании Alitalia.

На пути развития отрасли существует много препятствий. Данные вложения традиционно рассматривались как высокорисковые: широко распространено мнение, что вложения в проблемные компании ассоциируются с высокими рисками, которые могут быть закрыты только специализированными командами, имевшими опыт подобных инвестиций. Это послужило причиной того, что большинство фондов на уровне инвестиционных стратегий исключают проблемные компании из возможных объектов инвестирования или подобные инвестиции рассматриваются как высокорисковые.

Помимо других внешних факторов важно помнить о состоянии рынка долговых ценных бумаг (в том числе облигаций проблемных компаний). В Италии рынок корпоративных облигаций фактически представлен несколькими крупными компаниями (такими, как Eni, Enel, Telecom). Данная ситуация только ухудшилась по мере возникновения скандалов вокруг компаний Cigio и Parmalat. Компаниям с малой и средней капитализацией значительно проще финансировать свои потребности через банковские займы, чем через выпуск облигаций. Это тем более является правдой для компаний, у которых недостаточно устойчивое финансовое положение или даже расхождение баланса. После того как в 2005 г. Банк Италии осуществил реформу и ввел новые правила работы на рынке ценных бумаг, торговать облигациями стало еще тяжелее. По сути, в настоящее время в Италии нет рынка ценных бумаг компаний, испытывающих сложности. Следовательно, одной из сложностей для роста вложений фондов с целью реструктуризации компании является невозможность обращения долговых обязательств таких компаний на рынке, что могло бы обеспечить их ликвидность. Следовательно, единственной возможностью для приобретения долгов подобных компаний являются переговоры с банками, которые зачастую и являются основными кредиторами компаний.

В завершение давайте представим возможное развитие итальянского рынка экстренного финансирования. Вполне вероятно, что в следующем году будет происходить рост количества сделок и направляемых на данный вид инвестиций ресурсов. Реформа законодательства о банкротстве может внести свой вклад в создание дополнительных возможностей для подобных вложений и их упрощение, что может привлечь инвесторов. Есть надежда, что данный сектор экономики наконец будет создан в Италии и на нем в большом количестве будут представлены банки, а сделки чаще будут сопровождаться судебными тяжбами (будем надеяться, что не слишком затяжными). По сравнению с 2001 г. 2006-й показал возобновление и усиление интереса фондов прямых инвестиций к данному сектору рынка.

Список литературы

1. A.I.F.I., Libro bianco per lo sviluppo del private equity e del venture capital in Italia, marzo march 2006
2. A.I.F.I., Private equity e venture capital in Europa, Quaderno n.13 in Collana Capitale di rischio e impresa
3. A.I.F.I., Yearbook 2005
4. Altman E.I., "Defaulted bond & bank loan. Markets and outlook", materiale perfor GFA seminar "Investing in distressed companies" NYU Stern School of business, 29.3.2004
5. Altman E.I. Hotchkiss E., Corporate financial distress and bankruptcy, Wiley and Sons, 2006
6. Arato M., "Fallimento: le nuove norme introdotte con la L.80/2005", in Il diritto fallimentare e delle società commerciali, n.1/2006
7. Bertoli G., Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore, Egea, Milano, 2004

8. Blatz, Kraus e Haghani. Corporate restructuring. Finance in times of crisis. Springer, Berlino, 2006
9. Bratton W.W., "Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control", in Michigan Law Review, 100 2002
10. Daems H., "The state of private equity in Europe", intervento al Convegno paper presented to 2006 A.I.F.I. workshop, 28.3.2006
11. Danovi A., "L'attività di vulture capital in Italia: primi dati da una verifica empirica", in La rivista dei dottori commercialisti n.6/2001
12. Danovi A., "Fallimento, valutazione e affitto di azienda", in Rivista dei dottori commercialisti, 4/2000
13. Danovi A., Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano, Giuffrè, Milano, 2003
14. Danovi A., Quagli A. (a cura di), La gestione della crisi e dei processi di risanamento, Ipsoa, Milano, 2008
15. Eberhart A.C. Altman E.I. e Aggarwal R., The equity performance of firms emerging from bankruptcy, inedito unpublished 1998
16. E.V.C.A., Annual report 2006
17. E.V.C.A., 2007 European Private Equity Activity Survey
18. Feder W. Lagrange P., "Considerations for investors before investing in bankrupt companies", in The journal of private equity, Autunno 2002
19. Frascaroli Santi E., "Gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis legge fallim.) e gli effetti per coobbligati e fideiussori del debitore", in Il diritto fallimentare e delle società commerciali, n.5/2005
20. Gervasoni A., "Il mercato italiano del private equity e del venture capital nel 2005", paper presented to 2006 A.I.F.I. workshop intervento al Convegno A.I.F.I. 2006, 28.3.2006
21. Gervasoni A. Sattin F.L., Private equity e Venture Capital, Guerrini e Associati, Milano, 2000
22. Gilson S.C., Creating value through corporate restructuring: case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups, Wiley, New York, 2001
23. Hotchkiss E.S. Mooradian R.M., "Vulture investors and the market for control of distressed firms", in Journal of financial economics n.43/1997
24. Krasoff J. O'Neill J., "The role of distressed investing and hedge funds in turnarounds and buyouts and how this affects middle-market companies", in The journal of private equity. Special turnaround management issue, Primavera Spring 2006
25. Kucher e Meitner, "Private equity for distressed companies in Germany" in The Journal of private equity. Inverno Winter 2004
26. Marano P., "La ristrutturazione dei debiti e la continuazione dell'impresa" in Il fallimento, 2006, p. 101 ss.
27. Panzani L., The Italian Bankruptcy Law Reform -- Act III, Norton Annual Review of International Insolvency, 2009 Edition (West Publications, January 2009)
28. Perrini F., "La disciplina sul risanamento di imprese in crisi negli USA", in Rivista dei dottori commercialisti, n. 4/1995
29. Perrini F., "Vulture Capital: investire in aziende in crisi", in Economia & Management, n. 2/1997
30. Presti G., "Gli accordi di ristrutturazione dei debiti", in Banca, borsa e titoli di credito, Vol. LIX 1-2/2006 n.1
31. Proto C., "Gli accordi di ristrutturazione dei debiti", in Il fallimento e le altre procedure concorsuali, n.2/2006
32. Rosenberg H., The vulture investors, Wiley, New York, 2000
33. Sandage S. A, Born Losers: A History of Failure in America, Harvard University Press, 2005

34. Skeel D. A., *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton University Press, 2001
35. Stanghellini L., “Gli accordi di ristrutturazione dei debiti”, in Atti del convegno “La nuova revocatoria fallimentare e la riforma delle procedure concorsuali”, Milano 19-20.4.2005
36. Stewart C., *Bankrupt your student loans and other discharge strategies*, Authorhouse, June 2006
37. Verna G., “Sugli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis legge fallimentare”, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, n.5/2005