

PE Ranking

La classifica degli operatori e degli advisor



Valter Conca

è professore associato di Economia Aziendale e Gestione delle Imprese presso l'Università Bocconi, Dipartimento di Management, direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita, consigliere di amministrazione in società quotate. Tra le sue pubblicazioni: *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, 2010; giunto alla terza edizione. Di prossima pubblicazione su *Economia & Management, Modelli organizzativi dei General Partner nel private equity in Italia*, con V. Riccardi. valter.conca@sdabocconi.it



Lida Trasciatti

lida.trasciatti@sdabocconi.it

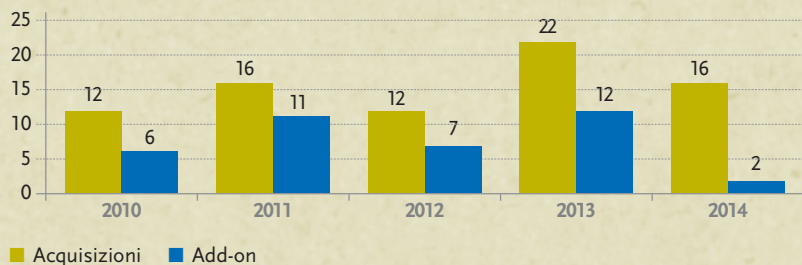
Più ombre che luci nel mercato del private equity anche se, nonostante la crisi, l'interesse delle imprese si mantiene vivo e i rumors si susseguono. Il Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita, come spesso accade nei primi mesi del 2014, segnala calma piatta sul fronte delle nuove acquisizioni. Continuano a destare interesse le transazioni effettuate nel settore della moda e dell'abbigliamento, come l'acquisizione del 20% di Versace da parte del fondo statunitense Blackstone (EV/EBITDA 14), del 65% della vicentina Pal Zileri (EV/EBITDA 16,5) da parte del gruppo finanziario del Qatar Mayhoola, della Bruno Magli da parte del fondo di asset management svizzero Da Vinci Invest e della Vicini da parte del fondo Ergon Capital Partners.

A indurre ottimismo è il crescente interesse degli investitori stranieri verso il mercato domestico, grazie a significativi differenziali tra i multipli italiani di riferimento e la media di quelli esteri (30-40% circa). Si moltiplicano, infine, indiscrezioni su alcune interessanti operazioni, come per esempio sulla trattativa in corso di Clessidra con la nota azienda

napoletana d'abbigliamento Harmont & Blaine e sulla lucchese Peuterey, nonché su imminenti IPO di società *venture backed* quali Sisal (Apax, Clessidra e Permira), Favini (Orlando Italy Management), OVS del Gruppo Coin (BC Partners) e Braccialini (SICI, NEM, HAT), che si andranno ad aggiungere a quelle appena concluse da Anima Sgr (Clessidra) e Cerved (CVC Capital Partners). Nonostante i rumors positivi e qualche dichiarazione ottimistica sulla possibile ripresa del settore, sono i numeri di mercato a parlare chiaro: nel primo trimestre del 2014 sono state censite solo sedici nuove acquisizioni e sei disinvestimenti (figura 1). Come di consueto, il Laboratorio fornisce una fotografia sistematica degli attori di mercato, con particolare riferimento a investitori e advisor più attivi. La classifica tiene conto delle operazioni censite dal database interno, segnalate e verificate direttamente dagli interessati.

La ricerca, svolta in collaborazione con Cenciarini & Co, Di Tanno e Associati, Duke & Kay, Quantyx Advisors, Russo De Rosa Associati e Wise Sgr, ha censito nel

FIGURA 1 | NUMERO ACQUISIZIONI PRIMO TRIMESTRE



corso del 2013 nuovi investimenti in 82 società italiane (esclusi gli add-on, gli apporti di capitale alle partecipate e i second round), con un calo del 13% rispetto ai 94 deal registrati nel 2012.

Gli operatori attivi durante il 2013 sono stati 71, cinque in più rispetto a quanto registrato nel 2012. Con cinque operazioni, il Fondo Italiano d'Investimento primeggia per numero, ma con un ammontare complessivo investito che nel 2013 non ha superato i 70 milioni di euro. Tutte le operazioni sono state di expansion con quote di minoranza, in linea con la filosofia di investimento del fondo. L'anno precedente tale posizione era sempre occupata dal Fondo Italiano d'Investimento con quattordici nuove operazioni, caratterizzate da un investimento medio di 11 milioni di euro (tabella 1).

Nel 2013 si segnalano, fra gli investitori particolarmente attivi e con investimenti di rilievo, Argos Soditic, Clessidra, il Fondo Strategico Italiano e i Fondi italiani per le Infrastrutture. I primi operatori, per numero di deal e valore, si caratterizzano per una forte presenza di investitori pubblici (Cassa Depositi e Prestiti) la cui mission è specificamente volta alla realizzazione di investimenti che favoriscano lo sviluppo del sistema paese e che siano di rilevante interesse nazionale. Il secondo posto nel 2012 viene conteso tra diversi fondi con una media di quattro operazioni cadauno, tra i quali primeggia, in termini di *enterprise value* delle target oggetto di investimento, F2i. Nella classifica sono inseriti anche Vertis e IMI Fondi Chiusi, che operano anche nel settore di venture capital.

Nel corso del 2013 il numero di investitori che ha realizzato più di un'operazione è sceso da 25 a 14 con una media di investimento per fondo di circa 74 milioni di euro, contro una media nel 2012 pari a 89 milioni circa.

A conferma del crescente interesse degli investitori esteri verso l'Italia, nel 2013 la

TABELLA 1 | OPERATORI ATTIVI 2012-2013

2012		2013	
Investitori	N. operazioni	Investitori	N. operazioni
Fondo Italiano d'Investimento	14	Fondo Italiano d'Investimento	5
F2i	4	Argos Soditic	2
IMI Fondi Chiusi	4	Clessidra	2
Xenon Private Equity	4	F2i	2
Ardian	3	Finanziaria Internazionale	2
Idea Capital Funds	3	Fondo Strategico Italiano	2
J. Hirsch & Co	3	Gradiente	2
Alcedo	2	Idea Capital Funds	2
Ambienta	2	NEM	2
Antares Private Equity	2	Orizzonte	2
Assietta PE	2	Palladio Finanziaria	2
Clessidra	2	Sator	2
Fondo Strategico Italiano	2	Star Capital	2
Friulia	2	Vertis	2
Gradiente Sgr Spa	2		
HAT	2		
Orlando Italy	2		
Overseas Industries	2		
Palladio Finanziaria	2		
PM & Partners	2		
Private Equity Partners	2		
Quadrivio	2		
Star Capital	2		
Vertis	2		
Wise	2		

percentuale di fondi stranieri sul totale dei fondi attivi è stata pari al 45% circa, con un aumento consistente rispetto a quanto registrato nel 2012 (solo 25%). È però interessante notare che tra i 28 fondi che hanno effettuato operazioni sia nel 2012 sia nel 2013, meno del 20% sia straniero. La ricerca svolta dal Laboratorio ha elaborato anche una classifica degli advisor maggiormente attivi sul mercato del private equity nel biennio 2012-2013.

Il ranking, basato sul database interno di

TABELLA 2 | ADVISOR FINANZIARI 2012-2013

Advisor	N. operazioni
Banca IMI	14
UniCredit Group	8
Vitale & Associati	8
Fineurop Soditic	4
Lazard	4
Leonardo & Co.	4
Equita SIM	3
Ethica Corporate Finance	3

corporate e financial intelligence ed eventualmente verificato con alcuni operatori, ha considerato solo le transazioni in cui gli advisor hanno assistito i fondi di private equity in operazioni di ingresso su target italiane (sia prime acquisizioni sia operazioni di add-on). Sono stati pertanto esclusi i mandati ricevuti per assistere i venditori e quelli per le exit. Il ranking riguarda

gli advisor legali, tributari, finanziari, i provider di Transaction Services e le società di consulenza che forniscono *market e business due diligence* nella fase di acquisizione. Tra gli advisor finanziari (tabella 2) predomina Banca IMI con quattordici operazioni, seguita da UniCredit Group e dalla boutique finanziaria Vitale & Associati. Nonostante sul mercato italiano siano presenti importanti banche di investimento italiane e internazionali, la parte alta della classifica viene occupata da advisor e boutique finanziarie locali focalizzati sul mid-market e grandi conoscitori del contesto nazionale.

Abbastanza frammentato appare il mercato dei consulenti legali (tabella 3), caratterizzato dalla predominanza di studi associati nazionali a discapito dei grandi studi internazionali che sino a poco tempo fa occupavano posizioni decisamente preminenti.

Tra gli advisor tributari (tabella 4), nelle prime posizioni, agli studi legali e tributari facenti parte del network di grandi società di consulenza internazionali si af-

TABELLA 3 | ADVISOR LEGALI 2012-2013

Advisor	N. operazioni
NCTM Studio Legale Associato	15
Pedersoli e Associati	14
Chiomenti Studio Legale	12
Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners	12
Russo De Rosa Associati - Studio Legale e Tributario	10
Ashurst	9
d'Urso Gatti e Bianchi - Studio Legale Associato	9
Grimaldi Studio Legale	7
Simmons & Simmons	6
Gattai, Minoli & Partners Studio Legale	5
Legance - Avvocati Associati	5
Bonelli Erede Pappalardo Studio Legale	4
Latham & Watkins	4
Orrick Herrington & Sutcliffe	4

TABELLA 4 | ADVISOR TRIBUTARI 2012-2013

Advisor	N. operazioni
Kstudio Associato (KPMG)*	17
Russo De Rosa Associati - Studio Legale e Tributario	15
Studio Tributario e Societario (Deloitte)*	15
CBA Studio Legale e Tributario	5
TLS - Associazione Professionale di Avvocati e Commercialisti (PwC)*	5
BC& - Studio di Consulenza Societaria Tributaria Legale	4
Studio Legale Tributario (EY)*	4
Studio Associato R&P Legal	3
Di Tanno e Associati - Studio Legale Tributario	2
Tremonti Vitali Romagnoli Piccardi e Associati Studio Legale e Fiscale	2
TFP & Associati	2

* LA PERCENTUALE DEI MANDATI TRIBUTARI COLLEGATI A UN ENGAGEMENT PRINCIPALE DI TRANSACTION SERVICES E ANCILLARE RISPETTO A QUESTO È PARI AL 94% PER KPMG, AL 47% PER DELOITTE, ALL'80% PER PWC E ALLO 0% PER E&Y

fiancano sempre più studi nazionali indipendenti. Emergono fra i primi Kstudio Associato (KPMG) e Studio Tributario e Societario (Deloitte) e fra i secondi gli studi Russo De Rosa Associati e CBA Studio Legale e Tributario. Vale la pena sottolineare come le operazioni seguite dagli studi tributari legati al network delle Big Four siano per la maggior parte *engagement* ancillari rispetto all'incarico principale rappresentato dal mandato di Transaction Services.

Come emerge dalla tabella 5, le Big Four monopolizzano e si spartiscono la maggior parte del mercato delle *due diligence* finanziarie; da notare la presenza di New Deal Advisors, operatore nazionale indipendente, che nel biennio 2012-2013 è riuscito a ottenere ben cinque mandati. Infine, gli advisor che si occupano della business and market *due diligence* (tabella 6) sono prevalentemente importanti società di consulenza di famosi brand internazionali. ■

TABELLA 5 TRANSACTION SERVICES 2012-2013

Advisor	N. operazioni
KPMG	32
PWC	22
Ernst Young	16
Deloitte	15
New Deal Advisors	5

TABELLA 6 BUSINESS AND MARKET DUE DILIGENCE 2012-2013

Advisor	N. operazioni
Bain & Company	6
L.E.K. Consulting	5
Global Strategy	5
A.T. Kearney Corporate Finance	2

ANATOMIA DI UN DEAL

Il caso Neumayer Tekfor e la nuova normativa fallimentare italiana



Maurizio Ria
Managing Partner di
Duke&Kay

■ Premessa

Il caso proposto descrive l'acquisizione del gruppo tedesco Neumayer Tekfor GmbH da parte di un private equity internazionale, combinato con un complesso piano di ristrutturazione e salvataggio aziendale. L'analisi pone particolare attenzione sul successo del turnaround di una delle partecipate italiane, i cui *business basics* sono ancora validi nonostante la grave recessione che ha colpito l'Europa e soprattutto l'Italia negli ultimi anni.

■ La struttura dell'operazione

Nel settembre 2005 Equistone Partners Europe (ex Barclays Private Equity Ltd), società di private equity con sede nel Regno Unito e allora parte di Barclays Plc, entra nell'85% del capitale di Neumayer Tekfor GmbH, produttore di componenti fondamentali per autoveicoli presente con una subsidiary anche in Italia. L'operazione si configura come un mix fra un Secondary Buy Out realizzato dal private equity uscente Equita Management GmbH e un Management Buy Out, in quanto il management acquisisce il restante 15% del capitale di Neumayer Tekfor.

Parte del prezzo pagato da Equistone al momento del closing è stato finanziato con debito, la parte restante è capitale sottoscritto dal Fondo Equistone Partners Europe Fund II. L'operazione viene finanziata

FIGURA 1 | STRUTTURA DELL'OPERAZIONE

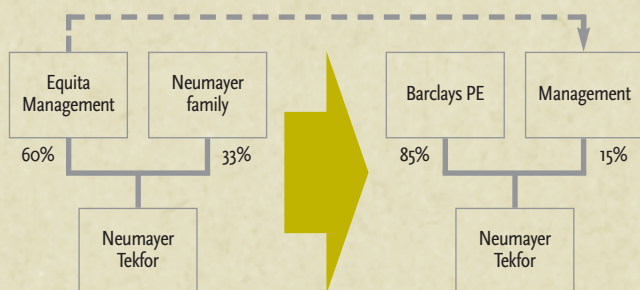


TABELLA 1 | ATTORI COINVOLTI NELL'OPERAZIONE 2005

Investitori:	Barclays Private Equity Ltd, Management
Fondo:	Equistone Partners Europe Fund II
Advisor legale del bidder	Shearman & Sterling LLP
Banche finanziatrici:	Dresdner Kleinwort

TABELLA 2 | DETTAGLI DELL'OPERAZIONE 2005

Tipologia operazione	Secondary Buy Out/ Management Buy Out
Deal value	€ 415 mln
% di capitale acquisita	100%

TABELLA 3 | FINANZIAMENTO DELL'OPERAZIONE 2005

Debito senior	€ 330 mln
Debito mezzanino	€ 65,2 mln
Costo medio del finanziamento	LIBOR + 250 bps

TABELLA 4 | ATTORI COINVOLTI NELLA RISTRUTTURAZIONE 2009

Investitori:	Equistone Partners Europe, Gartmore Group, Nationwide Private Equity, Fifth Third Bancorp, ING, LBBW, NIBC and AXA Private Equity
Advisor finanziario	DC Advisory
Advisor legale dei bidder	Clifford Chance, P+P Poellath, Linklaters

con 330 milioni di debito. Ulteriori dati vengono riassunti nelle tabelle che seguono.

■ Il Gruppo Neumayer Tekfor

Il Gruppo Neumayer Tekfor è un produttore europeo di componenti fondamentali per l'industria dell'automobile. Nel portafoglio prodotti della Neumayer Tekfor sono compresi componenti strutturali per il mondo automotive quali scatole cambio, bielle, scatole guida, parti di sospensioni, componenti per i cuscinetti a sfera ecc. Tra i clienti del gruppo si annoverano brand di alto livello come BMW, Mercedes, Renault, Fiat, SKF, SNR.

Neumayer Tekfor opera con una logica just in time; la filiera cliente-fornitore presuppone, infatti, consegne frequenti e in prossimità delle effettive necessità di utilizzo, senza sostanziali "polmoni di riserva". Ogni eventuale interruzione delle linee di fornitura, se non opportunamente gestita, può dare luogo a costosi fermi di produzione.

A seguito del perdurare della crisi economica esplosa nel 2008, i risultati del Gruppo Neumayer Tekfor si sono deteriorati a tal punto che, nel corso del 2009, le onerosità dovute al forte indebitamento hanno reso necessaria una prima ristrutturazione sia aziendale sia del debito, portando le banche sindacate a entrare nel capitale della capogruppo. In base all'accordo di ristrutturazione sottoscritto nel giugno 2009, gli azionisti hanno versato 42 milioni di euro di capitale fresco e contemporaneamente i creditori hanno rinunciato a una parte significativa del debito (circa 130 milioni di euro).

Il persistere della crisi, amplificata dalle particolari problematiche di due subsidiary tedesche e soprattutto della controllata italiana, ha ulteriormente aggravato la situazione e costretto all'avvio (nel settembre 2012) della procedura concorsuale tedesca nota come *protective shield*, molto

simile al concordato preventivo della nuova legge fallimentare italiana e al più noto Chapter 11 americano.

Nel novembre 2012 sono state attivate le procedure M&A per la cessione dell'intero gruppo, sotto la guida del tribunale fallimentare di riferimento, con l'inserimento di un Chief Restructuring Officer in affiancamento al management tedesco della holding. A causa di questa procedura tutte le controllate sono rimaste senza alcuna possibilità di sostegno finanziario.

■ La controllata italiana

La controllata italiana del Gruppo Neuma-
yer Tekfor ha due stabilimenti produttivi,
uno sito ad Avigliana, Torino (parte dell'ex
Gruppo Teksid) e l'altro a Villar Perosa, To-
rino (ex Gruppo SKF); entrambi nel Tori-
nese e fortemente legati al Gruppo Fiat.
In particolare va evidenziato che l'azienda
di Villar Perosa, operazione di add-on av-
venuta nel 2011, è quella da cui storica-
mente ha preso avvio il Gruppo Fiat. Gio-
vannino Agnelli, fondatore del gruppo au-
tomobilistico, iniziò la sua attività nel
1906 proprio con la OMVP (Officine Mec-
caniche Villar Perosa).

Nel corso del secolo le attività produttive
realizzate hanno spaziato dalla meccanica
per auto a materiali bellici, subendo pes-
santi bombardamenti nella Seconda guer-
ra mondiale.

Nonostante il susseguirsi di cambiamenti
manageriali e di sistematici interventi fi-
nanziari da parte della capogruppo,
l'azienda italiana, negli ultimi dieci anni,
ha sempre registrato valori di EBITDA ne-
gativi. È quindi facilmente comprensibile
come sia il management della capogrup-
po sia gli azionisti non fossero soddisfatti
della situazione.

Nel corso della primavera 2012 viene in-
aggiato, forse come ultimo tentativo, un
team di management specializzato in turn-
around che si è trovato a gestire sia la fase

di risanamento industriale sia le proble-
matiche di sopravvivenza finanziaria.

Infatti, con l'ingresso del gruppo nel *pro-
tective shield*, è stato necessario creare le
condizioni di autosostentamento e, a par-
tire dal gennaio 2013, la società è ricorsa
alla procedura del "concordato in bianco"
consentito dalla nuova legge fallimentare
italiana.

■ Il turnaround

Gli aspetti salienti del processo di turn-
around industriale si possono sintetizzare
come segue:

- ▶ sostanziale revisione dei processi pro-
duttivi, inserimento delle modalità di
lean organization, con accelerazione dei
tempi di attraversamento (*lead time*)
dei prodotti nella catena produttiva, ra-
zionalizzazione delle scorte nel percor-
so (il cosiddetto *work in progress*, WIP),
ottimizzazione dei turni e riduzione
dell'organico;
- ▶ abbattimento dei costi di struttura e ri-
negoiazione delle forniture;
- ▶ totale revisione del portafoglio prodotti
e decisa selezione di questi in base alla
loro redditività.

Queste iniziative non hanno sostanzial-
mente prodotto tensioni sindacali o inter-
ruzioni di fornitura ai clienti e l'EBITDA
del 4° trimestre 2012, primo periodo di im-
plementazione della nuova strategia, è ri-
sultato positivo per la prima volta nella
storia recente dell'azienda.

TABELLA 5 | TEKFOR SPA, DATI ECONOMICI A CONFRONTO

	2008	2009	2010	2011	2012
Fatturato (€ mln)	109	83	77	177	165
EBITDA margin	-9%	-8%	-8%	-2%	-3%
Dipendenti	246	451	391	663	927

Fonte: ELABORAZIONE DATI DI BILANCIO E AIDA DATABASE

■ L'iter concorsuale

Gli aspetti più importanti dell'iter concorsuale si possono sintetizzare come segue:

- ▶ accurata preparazione delle modalità concorsuali più appropriate, anticipando il coinvolgimento dei legali e soprat-

- ▶ ammissione alla procedura di concordato, nel luglio 2013, da parte del Tribunale di Torino, e
- ▶ approvazione da parte delle assemblee dei creditori (ottobre 2013) della proposta di stralcio (adesione al 99%)

Il Gruppo Amtek, con un fatturato globale di circa 2,2 miliardi di dollari, è uno dei principali produttori integrati di componenti in India

tutto dell'asseveratore per la discussione del piano industriale proposto;

- ▶ massima informazione degli addetti alla comunicazione con fornitori e clienti, del percorso che si stava per intraprendere per gestire l'immane situazione di "panico" che si verifica in questi casi;
- ▶ comunicazione diretta e trasparente delle iniziative che il management stava per intraprendere a tutta la base produttiva (un totale di oltre novecento persone);
- ▶ costante e trasparente comunicazione con il tribunale di riferimento, per garantire il totale rispetto delle norme nelle attività di gestione.

L'attivazione della procedura concorsuale, con l'indispensabile collaborazione sia dei clienti sia dei fornitori, ha permesso di rispettare tutte le scadenze previste, soddisfare le richieste avanzate da tutti i potenziali bidder coinvolti nel contemporaneo percorso M&A di cessione del gruppo e di ricevere conferme da tutti gli interlocutori a sostegno del piano proposto.

Dal punto di vista concorsuale, la velocità di esecuzione dei passaggi necessari di:

ha consentito al Tribunale di pubblicare l'omologa il 23 dicembre 2013.

Il conseguente passaggio in giudicato (trenta giorni dopo l'omologa) è quindi giunto esattamente a dodici mesi dalla data di deposito della domanda, realizzando uno dei pochi casi di positiva conclusione del risanamento in tempi record. Grazie anche al successo della procedura concorsuale, la controllata italiana è stata poi inserita nel perimetro di acquisizione e, a conclusione del percorso M&A, l'acquirente finale, il gruppo indiano Amtek, ha sostenuto il piano preparato e confermato la nuova squadra di management.

■ La way-out al Gruppo Amtek

Nel maggio 2013 si è perfezionata la cessione della Neumayer Tekfor al gruppo indiano Amtek, quotato alla borsa di Mumbai e partecipato dal fondo di private equity Warburg Pincus.

Il Gruppo Amtek, con un fatturato globale di circa 2,2 miliardi di dollari, è uno dei principali produttori integrati di componenti in India; produce parti sia strutturali sia accessorie per l'intero comparto automobilistico ed è presente in tutti i continenti, con siti produttivi in prossimità dei principali *car-makers* (Asia, Nord e Sud America). Il tassello mancante, l'Europa, è stato colmato con l'operazione Tekfor, con l'acquisizione di nuovi clienti quali Fiat-Chrysler e SKF.

■ La situazione attuale

Oggi Tekfor Spa ha avviato il rimborso dei debiti concorsuali, ha già completato il pagamento dei creditori privilegiati e avviato

quello dei creditori chirografari, secondo il piano approvato.

I risultati consuntivati al primo trimestre 2014 sono in linea con quelli attesi dal piano industriale originale. L'ingresso dei nuovi soci ha consentito l'avvio di nuove collaborazioni non previste (per esempio con Jaguar); inoltre, la collocazione geografica potrebbe permettere l'utilizzo di parte delle aree disponibili per realizzare un hub dei prodotti costruiti in India, per la distribuzione logistica in Europa.

Gli unici temi operativi sono attualmente legati all'accensione di nuovi rapporti bancari con istituzioni locali, per il sostegno delle operatività correnti (finanziamento del circolante) viste le rigide procedure di rating in vigore. Le procedure bancarie per l'assegnazione del rating hanno serie difficoltà a recepire la situazione *in bonis* di un'entità post ristrutturazione, con chiara solidità patrimoniale ed evidenti risultati industriali consuntivati.

■ Conclusioni

Il caso Tekfor rappresenta forse uno dei primi casi di reale efficacia della nuova procedura di concordato preventivo in continuità. Il totale rispetto della legge, nella forma ma soprattutto nello spirito, ha permesso di raccogliere l'adesione e la partecipazione proattiva di tutti gli attori interessati alla vicenda. In particolare, va segnalato il grado di apprezzamento espresso dai giudici della sezione

fallimentare del Tribunale di Torino. Le operazioni di acquisizione condotte da molti operatori di private equity fino al 2008 (con prezzi crescenti e soprattutto elevate leve finanziarie) hanno determinato, con l'insorgenza della più grave crisi dal dopoguerra, un incredibile numero di casi analoghi, dove gli oneri dovuti al forte indebitamento posto in carico alle aziende target si sono tradotti in altrettante operazioni concorsuali di grosso calibro. Come conseguenza, anche le sofferenze bancarie sono state fortemente influenzate da questi fattori.

Alla luce delle tematiche di ripresa del nostro paese, la realizzazione della continuità industriale delle aziende in crisi può quindi utilizzare come fulcro la nuova legge fallimentare finalmente implementata anche in Italia, ma al momento pare dover soggiacere all'intervento di capitali stranieri.

Nel caso specifico, si è trattato di un operatore industriale di un paese in via di sviluppo, ma è notizia di questi giorni la rinnovata attenzione di fondi stranieri che tornano ad affacciarsi sul territorio italiano alla ricerca di occasioni a buon mercato.

Potrebbe valere la pena pensare, vista la vastità delle problematiche in carico alle banche (si vedano le ultime ispezioni di Banca d'Italia e l'*Asset Quality Review* della Banca Centrale Europea), a un intervento "di sistema" di cui al momento non si vede soluzione a breve termine. ■