

Introduzione

Negli ultimi anni, anche prima degli eventi innescati dalla pandemia da Covid-19, si era assistito nel contesto italiano ad un significativo deteriorarsi del credito bancario. Ai problemi strutturali del settore, quali la riduzione del margine d'intermediazione e la scarsa efficienza, si sono affiancati in maniera considerevole gli effetti di una lunga crisi dell'economia reale che ha portato all'insolvenza un ampio numero di società. La drammatica conseguenza dell'aumento delle sofferenze è stata la necessità di significativi aumenti di capitale e la risoluzione di alcuni istituti. Le nuove regole in materia di valutazione del credito e di requisiti di capitale hanno poi fatto da sprone al sistema per la ricerca di maggiore efficienza gestionale o di interventi sugli asset con interlocutori cui cedere i crediti.

L'abbondanza di offerta ha contribuito a generare una domanda e ad attirare in Italia operatori specializzati, interessati a rilevare e gestire le sofferenze creditizie. Ai *player* stranieri si sono affiancati a vario livello anche operatori nazionali, fino a creare un nuovo settore, le cui dimensioni cominciano ad essere ragguardevoli. Il contesto di riferimento si palesa essere estremamente dinamico e variegato, sia in termini di numero di transazioni, che di operatori attivi.

Nonostante il ridimensionamento quantitativo dei volumi di *Non-Performing Exposures* (NPEs), dovuto sia alle misure imposte dalla Banca Centrale Europea (BCE) che ad un generale miglioramento dell'economia fino all'inizio del 2020, il mercato continuava a presentare notevoli punti di interesse ed evoluzione, ponendo in evidenza una crescente attenzione nei confronti degli *Unlikely-to-Pay* (UTP) e diverse opportunità di operatività conseguenti anche all'evolversi della normativa. L'attuale situazione di crisi, pur non potendo ancora essere valutata nei suoi effetti, inevitabilmente pare destinata ad accentuare le tendenze già in atto per la probabile significativa risalita delle percentuali di crediti deteriorati in conseguenza della crisi delle imprese.

In questo vasto panorama, la ricerca si è posta l'obiettivo di indagare la situazione del mercato italiano, investigando quali tipologie di operatori siano presenti e si stiano sviluppando per il recupero dei crediti incagliati delle ban-

che. Inizialmente l'interesse era stato limitato alla categoria dei *Non-Performing Loans* (NPLs) il cui sottostante fosse costituito da aziende ritenute ancora risanabili, ma, considerati il peso e l'interesse crescente assunto dalle posizioni UTP nel corso del 2019, l'indagine è stata poi ampliata a tale categoria di credito. A fronte dell'eterogeneità dei modelli di intervento degli operatori interessati all'acquisto di crediti deteriorati, l'interesse è stato limitato ai soli casi di reale ristrutturazione per il ritorno al valore, escludendo le più frequenti negoziazioni in cui unico *driver* fosse il prezzo pagato per il credito e la differenza derivante dalle possibilità di recupero. Il focus è quindi posto sulla salvaguardia del sistema impresa, lasciando in secondo piano gli operatori attivi in un ambito meramente speculativo con un sottostante liquidatorio.

La ricerca prende avvio da una *review* della letteratura di riferimento allo scopo di verificare quanto dell'evoluzione degli ultimi anni sia stato colto dalla riflessione teorica, e prosegue analizzando il contesto contemporaneo, illustrando i dati di mercato, le tendenze di settore e le evoluzioni normative in ambito europeo, focalizzandosi poi sullo scenario italiano. Il fulcro della ricerca è poi rappresentato da un'indagine qualitativa svolta presso gli operatori più significativi del contesto italiano, spaziando da investitori specializzati, banche e consulenti, fino agli operatori più innovativi del settore, tra cui *servicers* e *challenger banks*. L'indagine si basa su interviste *one-to-one* svolte con i principali attori del settore, suddivisi tra "investitori specializzati", "consulenti", "istituti di credito" e "servicers". L'obiettivo è delineare lo status del mercato in Italia e le prospettive di sviluppo, analizzandone i fattori critici di successo, con il fine di valutare le variabili che possono concorrere alla definizione di modelli ideali. La ricerca ha rivolto altresì attenzione alle proposte più innovative del mercato, approfondendo il modello dei c.d. "fondi comuni di ristrutturazione", basato sul conferimento/cessione dei crediti "problematici" detenuti dalle banche ad un "fondo comune di investimento", a fronte dell'attribuzione di quote del fondo stesso alle banche conferenti/cedenti. Infine, alla luce delle informazioni emerse dall'analisi qualitativa, sono offerte considerazioni conclusive circa lo stato e la possibile evoluzione del settore, nonché linee guida e suggerimenti per potenziali operatori del mercato.

In termini generali, i risultati della ricerca mostrano dati incoraggianti circa l'evoluzione del settore e potenzialità per l'ingresso di nuovi *player*, delineando altresì significativi spunti di riflessione per l'elaborazione di modelli ideali.

Le principali conclusioni possono così essere delineate:

- Il mercato dei crediti *non performing* in Italia è in corso di rapido sviluppo, quale conseguenza dell'abbondanza dell'offerta e delle normative introdotte dalla BCE, e manifesta spazio per l'ingresso di nuovi operatori e l'introduzione di modelli innovativi.

- Le opzioni ad oggi presenti sul mercato italiano per la gestione dei crediti deteriorati in capo alle banche sono rappresentate da vendita, esternalizzazione, strutture miste e cartolarizzazione. In questo scenario, la cessione dei crediti *non performing* a operatori professionali, nelle forme di vendita o di mera gestione, rappresenta l'alternativa maggiormente diffusa.
- Alla base dello sviluppo del mercato vi è la sostituzione di una logica basata sul predominio del sistema bancario (c.d. approccio *bank based*) con un orientamento manageriale basato sul mercato (c.d. approccio *market based*).
- Il modello di business più diffuso nell'ambito del c.d. *corporate recovering* si basa sul tentativo di risanare aziende con squilibri economico-finanziari, ma con sottostante industriale valido, permettendo alle banche di recuperare i loro crediti e alle debentrici di tornare *in bonis*, con un impatto positivo sull'intero sistema. Ne consegue che l'individuazione dell'azienda target richiede una profonda, seppur rapida, attività di *due diligence*, atta a verificare la bontà del sottostante industriale e le prospettive di rilancio.
- L'allineamento degli interessi degli stakeholder coinvolti, rappresentati da imprenditore, investitori e creditori, rappresenta *conditio sine qua non* per la riuscita dell'intervento di ristrutturazione.
- Le variabili chiave per gli operatori del mercato del credito *non performing* sono rappresentate dalla contemporanea presenza di nuova finanza, interna o reperibile tramite accordi con investitori terzi, e di competenze professionali nell'ambito del *corporate recovery*.
- Considerato l'ambito di operatività della crisi, il profilo di rischio delle operazioni rimane elevato. Tuttavia, grazie alla professionalità dei soggetti coinvolti e al miglioramento delle condizioni normative, il livello di rischio si è ridotto rispetto al passato, evidenziando una maggiore probabilità di emersione dalla crisi e di guadagno per l'investitore.
- Il ruolo della tecnologia è sempre più rilevante nel settore, sia con riferimento a nuovi operatori, quali le *challenger banks*, che per il supporto delle attività delle banche e dei *servicers*.
- La sfiducia delle aziende nei confronti del sistema bancario, insieme all'evoluzione della normativa, ha avvalorato il ruolo di soggetti terzi nell'erogazione di risorse finanziarie, tra cui investitori specializzati, fondi e soggetti innovativi quali le *challenger banks*.
- I *servicers*, sempre più attivi nel mercato specialmente grazie all'introduzione delle GACS che hanno reso meno rischiosa la gestione dei crediti grazie all'intervento della garanzia statale, identificano i loro fattori chiave in specializzazione, capillarità e tecnologia.

- Il settore si caratterizza per un elevato grado di collaborazione tra gli operatori: il *deal flow* origina prevalentemente dalle relazioni e dalla richiesta diretta avanzata dagli istituti di credito.
- Si prevede un continuo avvicinamento dei rapporti *bid-ask*, anche grazie agli interventi normativi e al miglioramento delle politiche di accantonamento crediti.
- La principale difficoltà nell'ambito del *corporate recovering* è di tipo culturale, rappresentata dalla reticenza dell'imprenditore italiano ad accettare l'intervento terzo in azienda e alla sua scarsa predisposizione al dialogo e alla collaborazione, rendendo complessa la trasformazione da azienda padronale ad azienda manageriale.
- Il fattore principe per la riuscita del processo di ristrutturazione è rappresentato dalla tempistica che, a detta degli operatori intervistati, dovrebbe essere inferiore ai dodici mesi, mentre l'uscita dall'operazione di investimento non avviene solitamente prima di tre anni.
- Benché vi sia una generale soddisfazione circa le evoluzioni della normativa, si ritiene auspicabile uno sforzo di omogeneizzazione della giurisprudenza e l'introduzione di precetti di ispirazione anglosassone, quali la disciplina del *Debtor-in-possession*, finalizzata a rendere più agile lo spossessamento dell'azienda da parte dei creditori, ove ve ne fossero le condizioni.
- Con riferimento al Nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, pur nella condivisione che le azioni poste in atto per anticipare l'emersione della crisi siano in termini concettuali da interpretarsi positivamente, emerge una generale preoccupazione circa la prossima introduzione delle c.d. procedure d'allerta che potrebbero causare inefficienze nel settore.
- Il pionieristico modello dei c.d. "fondi comuni di ristrutturazione", che prevede l'acquisizione di posizioni *non performing* a fronte dell'attribuzione di quote del fondo stesso, presenta interessanti potenzialità di sviluppo, e vede nella capacità di contemperare gli interessi coinvolti, insieme all'aggregazione di competenze specialistiche e alla disponibilità di nuova finanza, propria o di soggetti terzi, i fattori chiave per divenire virtuoso, apportando vantaggi quali il deconsolidamento delle posizioni *non performing* in capo alle banche. la velocizzazione delle procedure e la diminuzione dei rapporti *bid-ask*.