

IL MERCATO DEI NPLS TRA DOMANDA E OFFERTA

889
DEBT

a cura di
Emanuele Carluccio
Valter Conca

IL MERCATO DEI NPLs TRA DOMANDA E OFFERTA

I crediti deteriorati (i *non performing loans* o NPLs) hanno gravato pesantemente sui bilanci delle banche italiane anche in considerazione dei vincoli patrimoniali che le stesse sono chiamate a rispettare. Ciò ha impedito loro di accompagnare i prenditori di fondi - le imprese in particolare - in questo delicato momento di possibile uscita dalla crisi, sollevando il dubbio che proprio il quadro normativo imposto a livello europeo possa indurre effetti anticiclici.

L'avvio di un vero e proprio mercato dei NPLs potrebbe essere fondamentale per la soluzione del problema se si riuscisse a superare uno dei principali ostacoli al suo sviluppo: le differenti attese manifestate da compratori e venditori.

Quali strumenti possono essere messi in campo per risolvere il problema?

Quali supporti possono dare gli interventi normativi e fiscali?

Quale ruolo può essere giocato dai diversi operatori della filiera?

La ricerca già avviata dal Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita di SDA Bocconi School of Management prosegue con questo lavoro che cerca di rispondere ai vari interrogativi, arrivando a quantificare il possibile grado di riduzione del divario tra le attese della domanda e dell'offerta.

- siano presenti esigenze di *capital injection* ma la banca ritenga opportuno di non sostenerle;
- il portafoglio di NPLs presenti caratteristiche specifiche che richiedano il coinvolgimento di partner industriali con una particolare *expertise*.

Al ricorrere delle condizioni sopra indicate è ipotizzabile la creazione di joint venture che, sulla base della recente prassi di mercato, sono generalmente basate sul concetto di antergazione della nuova equity fornita dal partner industriale individuato rispetto all'equity esistente. Le joint venture potranno essere sviluppate mediante la creazione di una SPV 130 ovvero di un fondo di crediti in cui il partner industriale selezionato sarà l'investitore senior.

8.6.3 Sviluppo e gestione esterna

Nel caso in cui la banca intenda procedere alla *derecognition* di un portafoglio di NPLs, allora la strada dello sviluppo di strutture a gestione esterna è maggiormente idonea rispetto all'impiego di strutture a gestione interna.

Ferme restando le considerazioni che precedono, lo sviluppo e la gestione di una struttura esterna sono ipotizzabili nel caso in cui la banca intenda trasferire un portafoglio di NPLs senza tuttavia partecipare agli eventuali *upsides* che potrebbero derivare dalla gestione del portafoglio optando per uno scenario di vendita secca.

Al ricorrere delle condizioni sopra indicate è ipotizzabile la creazione di un veicolo fuori dal perimetro della banca, come per esempio una SPV 130 ovvero un fondo di crediti, a cui la banca ceda la totalità del proprio portafoglio di NPLs.

9 Acquisire NPLs corporate e gestire il processo di risanamento: il ruolo del CRO

Maurizio Ria

9.1 I valori nei processi di restructuring

Come anticipato nei capitoli precedenti, circa il 70% dei crediti deteriorati posseduti dalle banche è correlato alla crisi di aziende non finanziarie (si veda il Capitolo 3, le cosiddette *non financial corporations*). Data la rilevanza delle dimensioni del fenomeno e soprattutto le implicazioni sullo stato dell'economia generale, questo capitolo si concentra sui percorsi di risanamento che tali aziende devono affrontare, soffermandosi in particolare sugli attori che giocano la partita e sulle relative modalità di esecuzione.

Innanzitutto va ricordato che ristrutturare un'azienda in crisi è un'attività piuttosto complessa dal momento che si devono tenere presenti i differenti valori in gioco:

- il valore «emotivo» di chi ha speso una vita nel realizzare un'impresa e/o partecipare con il proprio lavoro al suo sviluppo e alla sua affermazione;
- il valore della «conoscenza» cui fanno riferimento i valori intangibili delle competenze tecniche e commerciali (brevetti, processi produttivi, mercati, clienti);
- il valore «monetario» relativo all'investimento degli imprenditori e i crediti bancari (e non) divenuti nel frattempo inesigibili;
- il valore «ambientale e di contesto» relativo al plusvalore che un'azienda apporta al territorio in cui è insediata. Il classico esempio è rappresentato dai distretti dove, oltre alla concentrazione delle aziende di un particolare settore, si generano specializzazioni particolari (scuole, fornitori ecc.) atte a servire nel breve raggio tutti gli operatori di quell'area;

- il valore «sociale» correlato all'impatto della crisi aziendale sugli stakeholder in senso allargato. Infatti, oltre a clienti, fornitori, lavoratori, si pensi al venir meno della contribuzione fiscale dell'azienda a beneficio della collettività.

Questi valori sono in qualche modo identificabili quando si fa un consuntivo che esprime la situazione contingente. L'aspetto rilevante, che vale per tutti i soggetti economici collegati a questi valori, è che essi sono umanamente indotti a sostenere le proprie posizioni e quindi, di fatto, a creare una resistenza al cambiamento. Di ciò si deve tenere conto quando si devono identificare e poi modificare le modalità operative ormai non più adeguate o sostenibili.

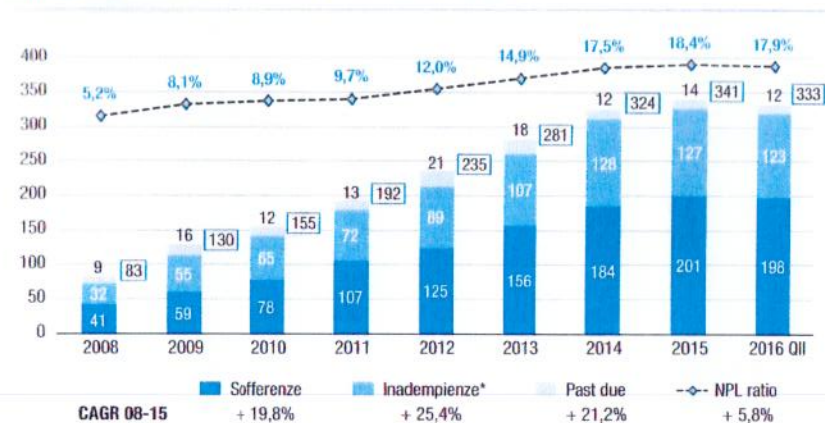
È abbastanza evidente, quindi, che ristrutturare un'azienda significa avere chiaro che non si tratta solo di manovrare leve di natura esclusivamente finanziaria, ma compiere sforzi e attività che vanno oltre la specifica «operazione di revisione organizzativa/industriale» con i conseguenti «costi» operativi e soprattutto sociali.

9.2 I costi dell'attività di restructuring

Il processo di salvataggio di un'azienda è decisamente oneroso da diversi punti di vista; ne consegue che qualcuno deve sostenere questi costi, che di fatto vanno a incidere su un'ampia categoria di soggetti economici. I primi candidati a sopportare questo onere sono gli azionisti, che però hanno (spesso) perso tutto o gran parte del patrimonio investito e ai quali viene inoltre richiesto di immettere ulteriori risorse in azienda per sostenerne il ripristino. A questi si affiancano, in maniera assolutamente sistemica, le banche, chiamate a rinunciare a parte (o talvolta a tutto) il credito concesso, con le già note conseguenze sulla propria sopravvivenza, come le cronache ci hanno recentemente evidenziato.

Va ricordato che, sin dall'avvio del periodo di crisi, le conseguenze negative ricadono non solo sui lavoratori dell'azienda in questione, ma anche su quelli di tutte le aziende della filiera ad essa collegata. Oltre ai sopracitati effetti sulla collettività locale vanno considerate le conseguenze per lo Stato che, oltre a dover sostenere gli oneri degli ammortizzatori sociali, vede ridursi la base imponibile da cui trae le risorse per il proprio bilancio e, di conseguenza, si trova a dover tagliare servizi, assistenza sanitaria, pensioni. Si tratta purtroppo di una realtà ben nota che caratterizza l'economia del nostro paese ormai da tempo.

Figura 9.1 Distribuzione dei NPLs in Italia (mld €)



* Dal 2008 calcolate come somma dei vecchi crediti cosiddetti incagliati e ristrutturati.

Fonte: Rielaborazioni su dati Banca d'Italia, *Bollettino statistico*, vari anni.

La realtà crudamente sintetizzata qui sopra può essere riassunta con pochi numeri che richiamano l'analisi del Capitolo 3 e la Figura 3.5 sull'evoluzione storica dei NPLs, che qui viene volutamente riproposta per agevolare il lettore (Fig. 9.1). Qui è sufficiente ricordare che i 333 miliardi di euro di NPLs a metà 2016: rappresentano circa il 20% del credito complessivamente erogato (quindi un finanziamento su cinque è diventato problematico); sono per circa il 72% dovuti a crisi aziendali. La percentuale residua risulta prevalentemente legata al credito al consumo, che comunque è in via indiretta collegato alla diminuzione del reddito da lavoro della popolazione.

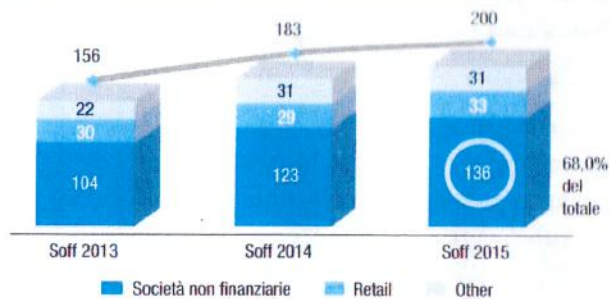
La già citata ricerca effettuata da SDA Bocconi e progettata insieme a Banca d'Italia e a Duke&Kay¹ ha declinato tutti i diversi punti di vista della situazione, identificando:

- la distribuzione geografica;
- le dimensioni delle aziende coinvolte;
- i diversi settori in cui queste operano.

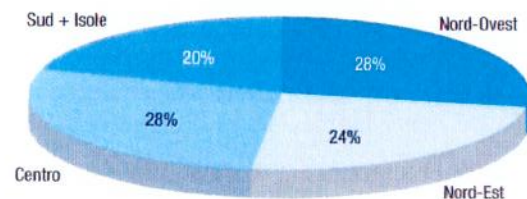
La Figura 9.2 riprende e approfondisce, secondo i parametri sopracitati, i dati presentati dalla Figura 3.5.

¹ Si veda la nota 1 del Capitolo 5.

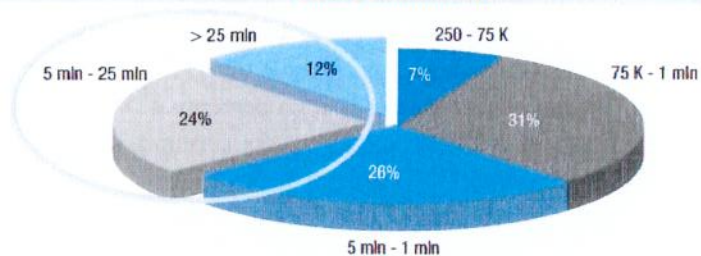
Figura 9.2 Sofferenze lorde in Italia: analisi per cluster (mld €)



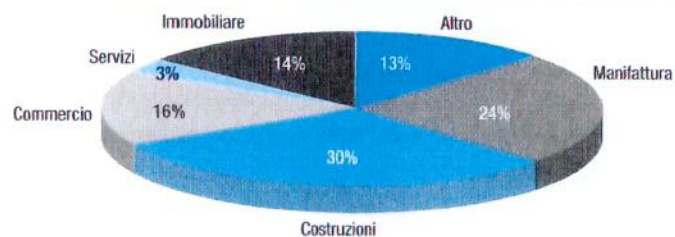
Area geografica



Classe dimensionale

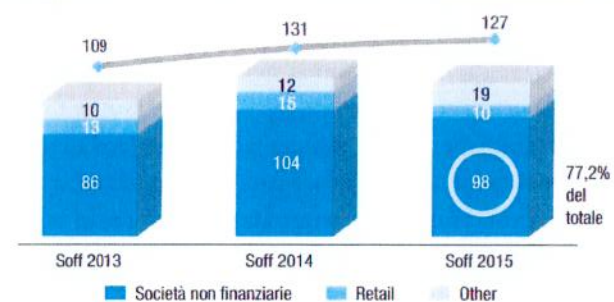


Ateco

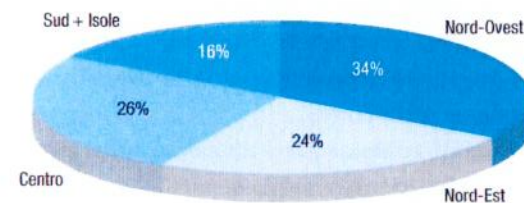


Fonte: Rielaborazione Duke&Kay su base dati Banca d'Italia.

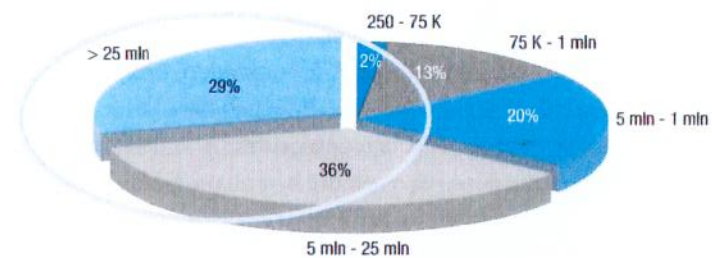
Figura 9.3 Inadempienze probabili (valori lordi; mld €)



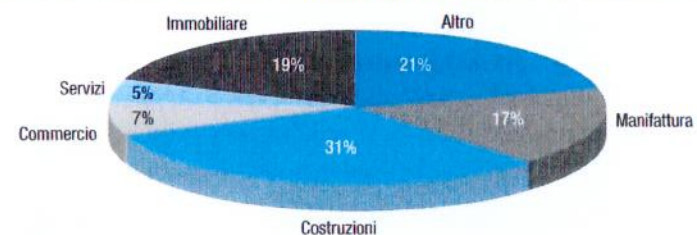
Area geografica



Classe dimensionale



Ateco Italia



Fonte: Rielaborazione Duke&Kay su base dati Banca d'Italia.

9.3 Gli attori del restructuring

Le evidenze relative ai volumi connessi alle crisi aziendali e i costi necessari al loro risanamento evidenziano la necessità di comprendere a fondo una serie di elementi.

Un primo interrogativo che ci si deve porre è se lo stato di decozione dell'azienda è ancora recuperabile, oppure se si è arrivati troppo tardi al capezzale del malato. Ciò significa analizzare se vale la pena sostenere i costi operativi per il progetto di risanamento, oppure se la situazione è ormai irreversibilmente compromessa.

Un secondo interrogativo concerne il grado di rischiosità sulla possibilità di recupero dell'impresa. Non sempre la risposta è positiva, anche se nella maggioranza dei casi la soluzione per il risanamento è spesso legata alle incapacità della gestione corrente. I casi più complessi sono quelli per cui la tecnologia o la competizione hanno fatto progressi tali che sarebbe estremamente oneroso recuperare.

Per essere veramente complete, le valutazioni sulle possibilità di intervento dovrebbero anche considerare gli impatti che la mancata continuità di un'azienda ha (o avrebbe) nel futuro di ciascuno degli attori sopracitati in una logica di sistema. Infatti il venir meno di un'azienda, vista come elemento della filiera economica del paese, porta alla riduzione esponenziale della ricchezza distribuita poiché, nel corso di una vita, il reddito prodotto a questa collegato alimenta i consumi e gli investimenti, utili a sostenere altre industrie o servizi. Quindi la cessazione di una «fonte» (attraverso una serie di amplificazioni a catena) provoca conseguenze a «effetto valanga» delle scelte di oggi, con proporzioni non sempre ben quantificabili. Basti pensare, per esempio, al destino dei figli (in termini di rinuncia agli studi e dei conseguenti impatti sulle prospettive di carriera) di qualche addetto di un'azienda in crisi oppure, più semplicemente, all'impossibilità dell'imprenditore in crisi di difendere/rinnovare i brevetti o i marchi sviluppati con tanta fatica, perdendo in via definitiva possibilità di creazione di valore nel proprio futuro.

A queste domande sono chiamati a rispondere i soggetti economici (stakeholder) citati in precedenza.

A ben vedere le nostre istituzioni, nelle varie crisi del dopoguerra, hanno risposto positivamente a queste domande, immettendo risorse per il mantenimento di situazioni spesso patologiche, alimentando buona parte del deficit pubblico che oggi si deve sostenere. Oggi la concomitanza tra la mancanza di risorse finanziarie e l'imposizione di nuove regole europee

ha limitato queste pratiche, classificate come aiuto di Stato o come distorsione della libera concorrenza. Quindi, la situazione di crisi delle aziende vede la necessità che altri attori comunque privati (oltre a quelli citati) debbano entrare in scena.

Tra questi è naturale pensare a competitor/clienti/fornitori dello stesso comparto che possono essere interessati ad acquisire tutta o parte della società da salvare, oppure a manager dell'azienda che si tramutano in imprenditori con operazioni di management buy-in con l'aiuto o meno di fondi di investimento.

In questa specifica situazione di crisi aziendale e mancato rimborso dei crediti alle banche esistono altri operatori specializzati, quali i fondi di investimento di *turnaround* e i fondi di *special situation*. Va da sé che questi operatori intervengono con operazioni di salvataggio a fronte della remunerazione del rischio che vanno ad assumere; purtroppo per vari motivi nel mercato italiano, almeno sino a oggi, si sono registrate un numero assai limitato di operazioni².

Le ipotesi di intervento sopracitate evidenziano la necessità di comprendere le effettive possibilità di risanamento dell'azienda e, nel caso specifico degli operatori finanziari di *turnaround*, di realizzazione di un significativo ritorno sull'investimento – e, qualora il credito sia in mano alle banche, dei problemi di un «prezzo congruo» per la compravendita dei crediti bancari (NPLs) da parte di questi investitori.

I diversi interessi in campo e le percezioni relative ai punti sopracitati, come già prospettato nel Capitolo 5, determinano la distanza di valutazione che spesso accompagna una negoziazione, sintetizzata nell'espressione *bid-ask gap*.

9.4 Il Chief Restructuring Officer

Nell'ambito delle considerazioni relative alle possibilità di risanamento di un'azienda, si deve prendere in seria considerazione il ruolo di chi dovrebbe condurre il progetto e realizzare il compito assegnato.

Usando una parafrasi un po' forzata, possiamo dire che un malato che si rivolge a un pronto soccorso pretenderebbe uno specialista ben preparato,

² Conca (2016).

esperto e operativo in una struttura dotata delle migliori attrezzature, che possa fare una valutazione immediata, completa e, ove necessario, rapidamente mettere in atto tutte le iniziative necessarie al suo salvataggio. Questo ruolo, nel mondo delle crisi aziendali, viene (o dovrebbe essere) genericamente identificato con il termine Chief Restructuring Officer (CRO).

I mezzi disponibili, al di là delle capacità professionali, sono spesso legati alle risorse finanziarie che possono essere messe in campo per le operazioni da realizzare. A questo scopo ricordiamo che un bravo medico sa fare le manovre salvavita con strumenti rudimentali, mentre anche con le migliori attrezzature un professionista scarso non riuscirà mai a «salvare la pelle al paziente». Quindi il «fattore umano», cioè la competenza specialistica dell'operatore, risulta spesso determinante in queste situazioni critiche.

Ma come nasce il CRO e quali sono (o dovrebbero essere) le capacità che lo connotano in maniera pratica? Il termine CRO è stato coniato dagli americani per identificare chi deve eseguire le operazioni di risanamento aziendale, coerentemente con alcune specifiche del Chapter 11, relativo alle procedure concorsuali americane. Infatti, nell'ordinamento fallimentare americano lo scopo prevalente delle norme è l'intervento tempestivo di giudici specializzati, che identificano e rendono operative le azioni per il risanamento delle aziende, fornendo tutti gli strumenti necessari al successo dell'operazione. Tra queste, l'ingaggio di un particolare manager esperto, dotato di tutti i poteri necessari per la guida esecutiva del piano di ristrutturazione dell'azienda in questione. In buona sostanza si tratta di una specie di «commissario» – per usare un termine più vicino alla giurisprudenza italiana – con la differenza che tale figura non deve essere un giurista o un commercialista, ma un manager con determinate capacità, dedicato a tempo pieno, o quasi, a quell'attività.

Questa specializzazione porta immediatamente a sottolineare che un manager qualsiasi non può ricoprire il ruolo del CRO. Si sono visti manager veramente preparati, e che avevano gestito brillantemente realtà complesse, andare in panico di fronte alla difficoltà di pagare gli stipendi a fine mese, o perdere lucidità di fronte alle pressioni di banche o fornitori. Restano impresse le espressioni di sconcerto e smarrimento di fronte all'indisponibilità degli azionisti a finanziare la ristrutturazione per salvare le loro aziende, per non parlare poi del disagio per i possibili rischi derivanti dall'assumere posizioni di responsabilità in situazioni disastrose.

Per operare come CRO, inteso in senso estensivo come il leader che

guida il risanamento di un'azienda in crisi, sono necessarie caratteristiche psicologiche e competenze professionali assai articolate.

Una prima competenza è collegata alla chiara conoscenza delle prescrizioni previste dal codice civile e dalla Legge Fallimentare; in particolare, è fondamentale saper interloquire con gli avvocati (e dove necessario con i giudici dei tribunali fallimentari) per sapere cosa non va fatto, così da evitare conseguenze che possono anche diventare drammatiche.

A questo proposito, va oggettivamente evidenziato che la Legge Fallimentare italiana, dopo anni di giurisprudenza che vedeva la «criminalizzazione» degli operatori coinvolti in situazioni fallimentari, ha recentemente inglobato il concetto per cui si deve favorire il risanamento della situazione di crisi, anziché la coercizione degli attori collegati a questa. Infatti:

- a partire dal 2005 sono stati introdotti gli accordi di risanamento e ristrutturazione del debito (artt. 67 e 182-*bis* legge finanziaria);
- dal 2012 è stata introdotta la procedura di concordato in bianco e di concordato in continuità (art. 161 legge finanziaria) con il chiaro intento di facilitare la ripresa delle aziende in difficoltà.

La letteratura specializzata e alcune parti di questo libro offrono ampia e più accurata documentazione e casistica³. Va aggiunto che ancora oggi il legislatore sta intervenendo per cercare di migliorare questi percorsi, anche se l'approccio (contenuti e termini giuridici propri di chi scrive le leggi) vede ancora scarsa attenzione alle tematiche concretamente operative che queste vicende richiedono. A dimostrazione di ciò basti ricordare che la Commissione Rordorf, incaricata di presentare una proposta di revisione strutturale articolata della disciplina fallimentare (si ipotizza un Testo Unico delle norme fallimentari) vede la partecipazione di un solo manager aziendalista su una trentina di esperti che la compongono.

Una seconda caratteristica importante per un manager che operi con il ruolo di CRO è la capacità di restare lucido e calmo di fronte alle pressioni e alle difficoltà quotidiane. Il giusto equilibrio tra distacco professionale e *commitment* verso l'azienda può fare la differenza. In un contesto aziendale critico, dove il minimo problema viene percepito come un dramma irrisolvibile, si deve evitare il panico quand'anche il problema rappresenti

³ Su questo punto si veda anche Danovi et al. (2016).

un ostacolo complesso da risolvere. E ciò succede spesso nelle situazioni *distressed*. In questi contesti, la capacità di controllo delle reazioni dell'ambiente e, soprattutto, la rapida presa di decisioni, razionali e finalizzate, sono una necessità vitale. È ragionevole attribuire queste capacità a un manager senior, che ha già sperimentato nella propria carriera forti pressioni psicologiche, scadenze impossibili, tensioni interpersonali altissime. Difficilmente un bravo ma giovane manager riesce a reggere nel tempo lo stress relativo, con il conseguente rischio di errori nella gestione.

Una terza caratteristica fondamentale di natura più tecnica riguarda la capacità di ragionare sempre in modalità economico-finanziaria, oltre che di business. Infatti, in situazioni di tensione finanziaria ogni euro diventa importante e quindi l'attenzione agli impatti sulla cassa delle decisioni o delle iniziative prese risulta determinante nel percorso a tappe del risanamento.

Infine, un elemento determinante riguarda la conoscenza del settore industriale di appartenenza dell'azienda da risanare. Vi sono regole e modalità di business specifiche per ogni settore: basti pensare al time-to-market della moda, piuttosto che a quello dei beni di largo consumo, oppure alle procedure di certificazione richieste dalla componentistica del settore automobilistico o alle modalità previste dalle gare di appalto del settore costruzioni, e così via.

Di conseguenza, il CRO, inteso nel senso esteso sopra richiamato, deve avere un background aziendale ed essersi formato in azienda. Un manager generalista (di solito di estrazione finanziaria) incaricato della gestione del risanamento di un'azienda in crisi, tende a focalizzare prevalentemente le sue attività sul taglio dei costi, sull'abbandono di determinati prodotti non immediatamente redditizi, mettendo in secondo piano la gestione o le tematiche commerciali. Inoltre necessita di tempi talvolta non brevi per comprendere i meccanismi di fondo del business che possono permettere all'azienda di mantenere una funzione nella catena del valore in cui è inserita. In questo lasso di tempo le decisioni che vengono prese (spesso nel senso della finanza di emergenza) possono risultare controproducenti a una lettura successiva. All'opposto, un manager esperto del settore sarà in grado di leggere (in senso «allargato») la situazione in pochi giorni e diventare operativo e consapevole pressoché immediatamente. E il tempo è veramente il fattore più critico nei processi di risanamento.

Le considerazioni sopra esposte hanno purtroppo trovato rara applicazione in questi lunghi anni di crisi, con l'effetto che sono stati numerosi i casi di fallimento dei progetti di *turnaround*, che hanno generato il «se-

condo» e talvolta anche il «terzo giro» di ristrutturazione, come del resto messo in evidenza da recenti ricerche.

Nessuno era preparato su tali temi all'inizio di questa profonda crisi e, di conseguenza, non si poteva pretendere di avere soluzioni precostituite. Tuttavia, va sottolineato come purtroppo la lezione non sia stata ancora ben assorbita. L'esperienza pratica infatti ha visto percorsi di risanamento focalizzati in prevalenza sugli aspetti giuridico-finanziari, con il coinvolgimento di schiere di professionisti più dedicati alla sistemazione dei problemi legali/finanziari, con il rischio di trascurare il *core business* e di non dedicare la giusta attenzione al ruolo di chi avrebbe dovuto portare avanti il piano operativo di risanamento.

Lo studio di numerosi processi di ristrutturazione evidenzia che molto di frequente la soluzione industriale al problema è stata lasciata in mano allo stesso management che aveva condotto l'azienda fino a quel momento, e che gli operatori che avevano formalizzato gli accordi di ristrutturazione avevano prevalentemente attribuito al CRO ruoli formali e non operativi.

In Italia, con il termine CRO il mercato ha spesso identificato consulenti generalisti (tipicamente legali o finanziari):

- esterni al CdA delle aziende interessate,
- privi di ogni potere esecutivo;
- non sempre in possesso delle competenze industriali collegate alle aziende da risanare.

In questi casi il ruolo del soggetto chiamato in causa sembra essere più orientato a un'attività di mero monitoraggio sulle attività correnti e sull'andamento della gestione rispetto alle assunzioni del piano approvato e/o asseverato: un'interpretazione del CRO come osservatore con il compito di riferire senza alcuna possibilità di intervenire apportando i necessari interventi correttivi.

Va peraltro specificato che alla base di queste posizioni vi è il vincolo ben comprensibile (la cosiddetta «legge bancaria») che assolutamente impedisce alle banche di operare scelte e/o iniziative che possano incidere in via diretta nella gestione aziendale.

Di fatto le ripetute esperienze fallimentari delle ristrutturazioni, certificate anche dalla sopracitata ricerca SDA Bocconi del 2015 («Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex Art. 182-bis L.F.») hanno timidamente portato ad alcuni aggiustamenti degli accordi bancari sottostanti

i processi di ristrutturazione, inducendo i CdA aziendali a introdurre manager esperti dell'industria in questione e al contempo capaci di operare scelte di ristrutturazione. Tant'è che oggi risultano in aumento i casi in cui il CRO viene dotato degli opportuni poteri esecutivi, magari limitati o focalizzati alle specifiche operazioni di risanamento, integrandosi nella squadra di management già esistente.

Sulla base di quanto sopra elencato, delle esperienze vissute e dei casi di successo finora riscontrati, si è quindi portati a identificare il profilo ideale del CRO come segue:

- manager di lunga esperienza industriale (età anagrafica over 50) che ha ricoperto ruoli di amministratore delegato (*General Manager*) e/o CFO in aziende di medio-grandi dimensioni e, ove possibile, dello stesso settore dell'azienda in questione;
- forte determinazione e orientamento ai risultati, con chiara evidenza degli obiettivi raggiunti nella propria carriera, specifiche capacità di lettura dei dati finanziari e gestione dei vincoli correlati;
- saggio lettore della psicologia delle situazioni difficili che l'organizzazione sta vivendo, esperto nella gestione di uomini, dei processi organizzativi e di situazioni stressanti, con una forte attenzione al lavoro di squadra e alla motivazione degli uomini, per consentire loro il superamento delle situazioni critiche tipiche di una crisi finanziaria;
- buona conoscenza delle tematiche concorsuali/societarie, per una maggiore consapevolezza di quanto può e deve essere fatto in azienda nel rispetto dei vincoli imposti dalle leggi concorsuali e/o dagli accordi bancari;
- ottime capacità relazionali per comunicare in trasparenza e fiducia con tutti gli interlocutori interni ed esterni all'azienda (banche, istituzioni statali, lavoratori, management).

9.5 La corporate governance delle aziende in crisi

Riflettendo sui temi di gestione della crisi risulta evidente che, all'interno di una situazione complicata con mille fronti aperti da seguire per risolvere problemi complessi in tempi rapidi, difficilmente un singolo manager, anche se in possesso di tutte le competenze sopra identificate, può essere in grado di espletare con successo il proprio mandato.

Figura 9.4 Attività nel ruolo di CRO

Min			Max
	-Watch dog-	Osservatore indipendente	Membro del CdA
Consulente invitato ad alcuni CdA e/o alcuni specifici comitati	Consulente invitato ad alcuni specifici CdA con alcuni poteri specifici o ruoli di controllo dell'esecuzione di azioni previste dal piano – es. disinvestimenti, politiche del personale, iniziative specifiche del piano	Con alcuni poteri ordinari e/o specifici per la realizzazione del piano: disinvestimenti, politiche del personale, iniziative specifiche del piano	Con alcuni poteri ordinari, straordinari e/o specifici per la realizzazione del piano; spesso con potere di veto su determinate delibere del CdA
Nessun ruolo esecutivo, puro osservatore	Ruolo prevalentemente di ratifica dell'operato del management aziendale	Ruolo esecutivo per il raggiungimento di specifici risultati	Ruolo esecutivo critico per il raggiungimento di specifici risultati
		Ruoli ricoperti dai veri CRO	

È bene poi ricordare che nelle organizzazioni aziendali vale la regola del «lavorare in team»; ne consegue che il CRO non deve essere altro che il gestore di una squadra di cui si può fidare, con uomini che hanno le stesse motivazioni (senza relazioni legate a situazioni pregresse) e una ripartizione degli incarichi che permetta di tenere tutti i problemi sotto un ragionevole controllo. Queste considerazioni, nel loro insieme, sottolineano la necessità di un chiaro «cambio di governance», quantomeno per superare la fase di stallo e per il solo tempo strettamente necessario per realizzare il *turnaround*. Ne conseguono efficacia e soprattutto velocità di esecuzione, permettendo di realizzare ristrutturazioni di successo in un arco temporale medio di 18-24 mesi. I risultati riscontrati da chi opera seguendo questa prassi hanno permesso di mantenere in vita le aziende, con la conseguente salvaguardia di buona parte dell'occupazione e, soprattutto, di rispettare gli impegni verso i vari creditori (personale, erario, fornitori, banche ecc.).

La Figura 9.4 sintetizza i ruoli del CRO alla luce delle esperienze degli ultimi anni.

9.6 Il mercato dei non performing loans e le aziende target

Come diffusamente trattato nei capitoli precedenti, la crisi ha determinato nel corso di questi anni una sistematica crescita dei crediti deteriorati nel portafoglio delle banche e degli istituti finanziari in generale. Ricordiamo inoltre che le regole imposte da Basilea 2 hanno identificato per queste dei

livelli di solidità patrimoniale fortemente presidiati dalla Banca Centrale Europea e da diversi organismi di vigilanza, inclusa la Banca d'Italia. Di fronte a questa situazione alcune banche si sono trovate a loro volta in crisi e nella necessità di chiedere ai propri soci ricapitalizzazioni anche corpose che talvolta non hanno trovato seguito, con il necessario intervento di operatori di sistema (come il recente caso dell'intervento del Fondo Atlante in Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza) che hanno evitato sia il fallimento delle banche sia maggiori conseguenze su correntisti e utenti.

Come evidenziato nel Capitolo 5, le banche hanno quindi la necessità di dismettere i NPLs che gravano sui propri bilanci, per ridurre le necessità di ricapitalizzazione. Tra i possibili acquirenti di NPLs vi sono molti operatori specializzati nel recupero dei crediti retail e molti investitori strutturati (fondi di *turnaround*). Scopo prevalente di questi ultimi è utilizzare il credito bancario (e introdurre altre risorse fresche) delle aziende in crisi per convertirlo in capitale per acquisire la maggioranza assoluta dell'azienda in questione, per poter cambiare la guida e procedere verso il salvataggio e il rilancio (si veda il Capitolo 10).

Al termine di questo percorso la cessione a terzi di un'azienda risanata dovrebbe consentire all'investitore il recupero del capitale e, soprattutto, di beneficiare di ritorni interessanti.

Come già ampiamente illustrato nel Capitolo 5, numerosi fondi di private equity e banche sono stati recentemente intervistati per cercare di comprendere quali motivazioni e soprattutto quali ritorni si attendono per intervenire in queste situazioni.

La già citata ricerca del PE Lab della SDA Bocconi, progettata con Banca d'Italia e Duke&Kay, ha posto in evidenza come i private equity interessati prediligano:

- aziende manifatturiere, preferibilmente con un fatturato di almeno 30 milioni di euro, meglio ancora se collocate nell'intervallo tra gli 80 e i 120 milioni di euro;
- ubicate nel Centro-Nord del Paese;
- con un debito medio attorno a 30-50 milioni di euro;
- pronti a immettere nuova finanza a supporto della ristrutturazione per circa 10 milioni di euro.

A fronte di queste indicazioni, le attese di ritorno medio sull'investimento (IRR) per remunerare il rischio sembrano attestarsi in un intervallo tra il 15% e il 25% annuo.

Appare quindi evidente come solo una percentuale delle numerose aziende investite dalla crisi risulti *eligible* a queste condizioni. Inoltre il gap tra prezzo richiesto dagli istituti di credito e il valore di offerta da parte degli investitori è ancora piuttosto ampio se si considera che la ricerca mostra differenze medie di circa 20 punti percentuali.

Tenendo conto di quanto sopra, la ricerca ha evidenziato come il monte globale dei NPLs, suddivisi in funzione della gravità della crisi aziendale come mostra la Figura 9.5, debba trovare una modalità di risoluzione differente per ciascun segmento. In particolare, le famiglie di possibili operatori sono distinguibili in:

- istituti bancari per la gestione in proprio dei semplici ritardi nel rimborso dei crediti delle aziende (i cosiddetti *past due*);
- fondi di *turnaround* per le aziende selezionate secondo criteri specifici;
- operatori finanziari di varia natura per la cartolarizzazione dei portafogli crediti e il loro recupero.

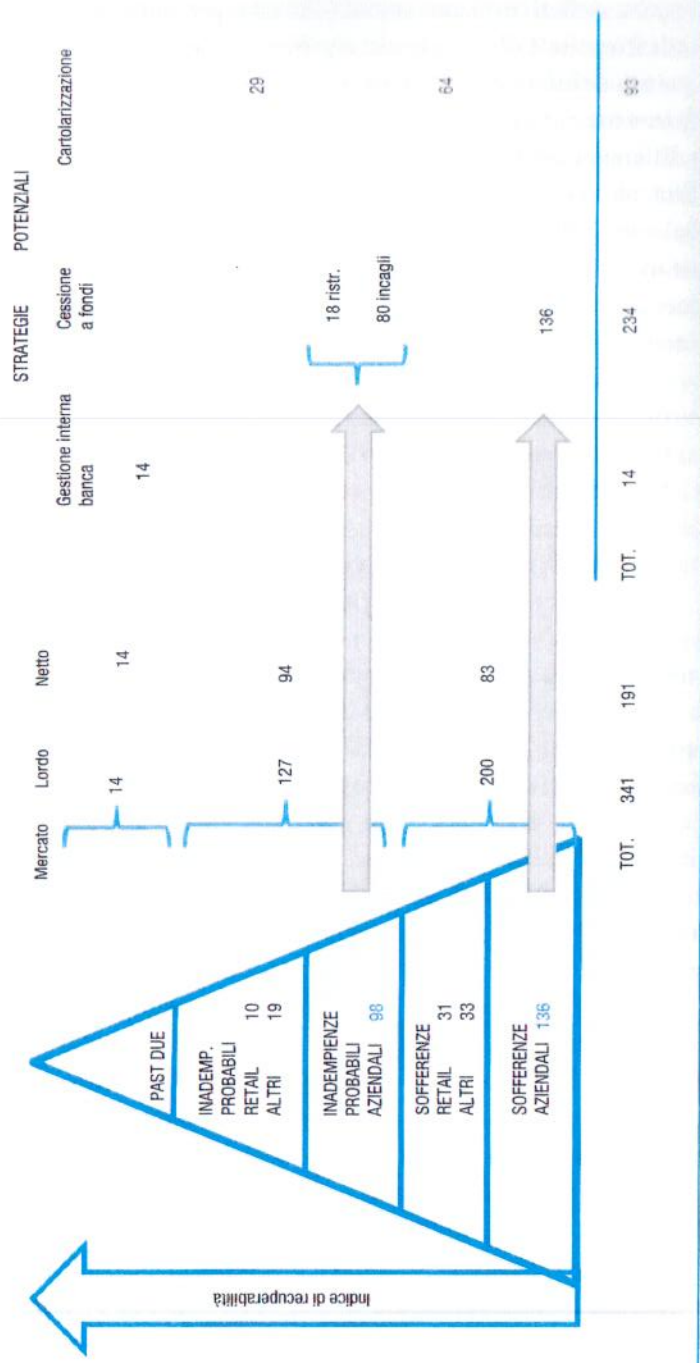
Con specifico riferimento al mondo aziendale (i cosiddetti *corporate NPLs*), con il potenziale interessamento dei fondi di *turnaround*, il mercato può essere riassunto come riportato dalla Figura 9.6.

La situazione, ribadita anche dalle più recenti rilevazioni di Banca d'Italia relative al 30 giugno 2016, conferma l'identificazione della numerosità dei casi aziendali potenzialmente oggetto di interesse dei fondi di *turnaround*, applicando i criteri di preferenza da questi espressi nella già citata ricerca. La sintesi delle selezioni condotte conduce alla rappresentazione esposta nella Figura 9.7.

Lo studio condotto da Duke&Kay evidenzia, quindi, circa 88 miliardi di euro lordi su circa 234 (98+136) di *NPL corporate* (pari a circa il 38%). Tale valore corrisponde a circa 4.800 aziende (suddivise in industriali/commerciali e costruzioni/immobiliari) che possono essere oggetto di interesse da parte di investitori di varia dimensione per realizzare il risanamento, con i conseguenti benefici evidenziati nelle prime parti di questo capitolo.

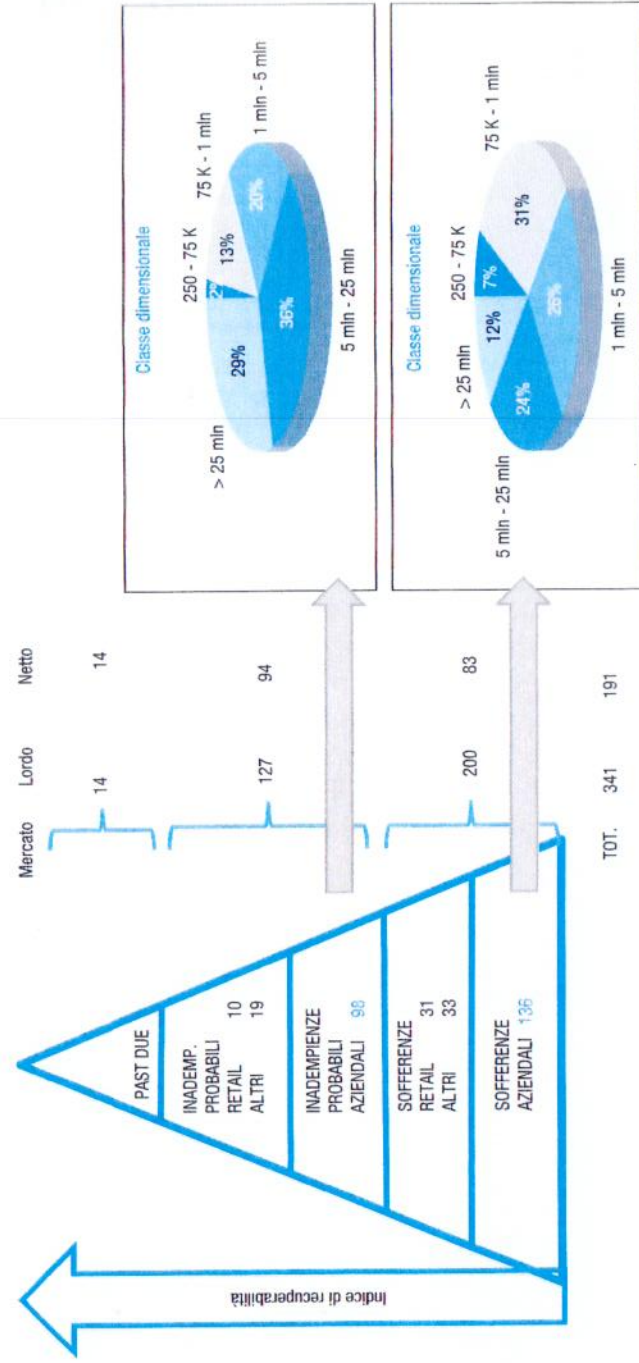
Per quanto riguarda gli attori che possono operare in questo mercato, possono essere sinteticamente rappresentati nella schematizzazione presentata dalla Figura 9.8, in cui il CRO ha un ruolo centrale nella gestione del processo di interlocuzione dei vari soggetti interessati.

Figura 9.5 Dimensioni del mercato e strategie potenziali di turnaround (2016; mld €)



Fonte: Duke&Kay.

Figura 9.6 Dimensioni del mercato (mld €) e classi dimensionali di debito (mln €)



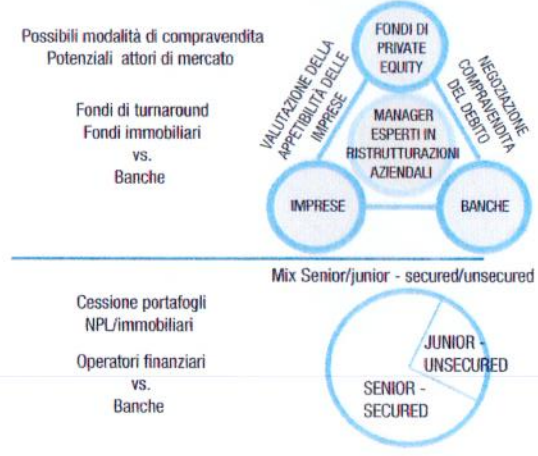
Fonte: Duke&Kay.

Figura 9.7 Quadro di sintesi delle opportunità di intervento e dimensioni generali del mercato (mld €)



Fonte: Duke&May

Figura 9.8 Gli attori del mercato dei NPLs corporate



9.7 La diversa percezione del rischio e i suoi riflessi sul prezzo

Anche supponendo che le aziende identificate siano esattamente in linea con le attese espresse dai fondi di private equity dedicati al *turnaround*, restano alcuni elementi rilevanti da risolvere perché il progetto di risanamento e rilancio possa essere realizzato. Tra questi, giocano un ruolo assolutamente decisivo:

- il valore/prezzo dei crediti oggetto di cessione;
- il rapporto rischio/rendimento del compratore.

9.7.1 L'accordo sul prezzo di cessione/attribuzione dei crediti in capo alle banche

Ciascuna banca ha politiche di bilancio specifiche in ragione delle garanzie ottenute, della forma tecnica del credito vantato e di altri parametri locali.

Una volta conclamata la situazione di crisi dell'azienda in questione, il grado di tale crisi determina anche l'ammontare delle svalutazioni e/o degli accantonamenti che l'istituto ritiene di fare. Tali politiche sono influenzate dalle linee guida della Banca Centrale Europea e, per gli istituti di minori dimensioni, dalla Banca d'Italia. Come già ampiamente ricorda-

to nel Capitolo 3 le inadempienze probabili (accordi di ristrutturazione + incagli) hanno generato svalutazioni medie nell'intorno del 25% del valore facciale del credito. Analogamente le svalutazioni relative alle situazioni di sofferenza (concordati in continuità o liquidatorio) risultano attorno al 60%, con una forte dipendenza delle eventuali garanzie che il debitore ha messo a disposizione.

Risulta chiaro quindi che le banche tendono a cedere i crediti in portafoglio a valori prossimi al saldo netto loro disponibile (70-75% circa per le inadempienze probabili e 40-45% per le sofferenze) per non incorrere in ulteriori perdite nei propri bilanci.

9.7.2 I ritorni attesi dall'investimento e la percezione dei rischi correlati alle operazioni

Gli investitori hanno finora offerto valori molto distanti dalle aspettative delle banche, inferiori di almeno 20-40 punti percentuali, come testimoniato anche dalla ricerca condotta. Talvolta, e prevalentemente nel caso delle sofferenze, ciò significa prezzi pari alla metà del valore di carico nei libri delle banche.

Questo divario trova riscontro, o comunque è riconducibile, alla diversa percezione del rischio e alle attese sul ritorno dell'investimento.

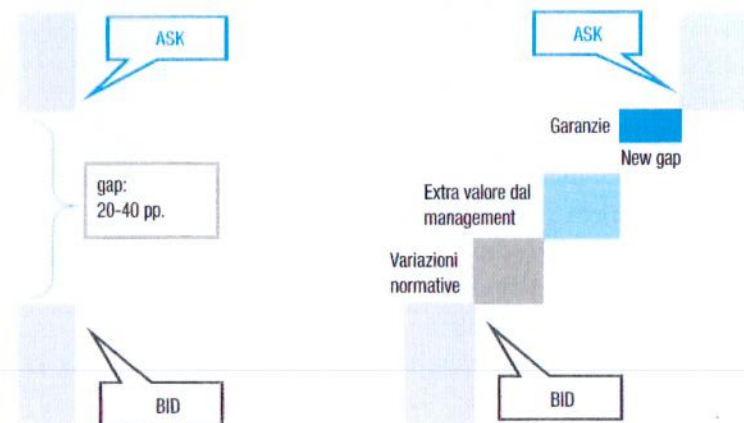
La prima motivazione sconta:

- alcuni temi normativi a supporto dell'accorciamento dei tempi e della maggiore sicurezza sul possibile recupero del credito (le leggi sono decisamente migliorate nel recente passato e sono attese ulteriori innovazioni, come evidenziato dagli addetti ai lavori);
- l'esistenza di garanzie a sostegno del credito, come ampiamente illustrato nel Capitolo 6 in merito all'introduzione delle GACS (garanzie cartolarizzazione sofferenze), applicabili in determinati casi specifici.

La seconda motivazione è prevalentemente collegata alle difficoltà insite nello stato di crisi dell'azienda in questione. In questo caso si devono considerare, tra gli altri:

- il tempo in cui l'azienda è rimasta «bloccata» e ha perso presenza sul mercato;
- l'ammontare del sostegno finanziario necessario per farla «ripartire»;

Figura 9.9 La riduzione del bid-ask gap nel modello Duke&Kay



- il profilo degli executive che dovranno guidare queste operazioni per gestire il processo di risanamento.

Di conseguenza risultano fondamentali le valutazioni degli esperti di *restructuring* e soprattutto le capacità manageriali della squadra che dovrà concretamente attuare il processo di risanamento.

Riteniamo che un *limited partner* che volesse affidare risorse a un gestore di fondi perché li possa investire per ottenere i migliori ritorni, pretenderebbe che il gestore (che ha un profilo puramente finanziario e non di manager esperto di gestione industriale) operi scelte ragionevolmente prudenti, affidando l'incarico del risanamento a una squadra di manager specializzati, così da ottenere le migliori chance di successo.

Tutti questi elementi – introduzione/utilizzo di normative a maggiore garanzia della recuperabilità del credito, protezione dei nuovi investimenti a sostegno del risanamento, introduzione di esperti nella gestione del percorso di *turnaround* – trovano una sintesi grafica nella Figura 9.9 che illustra i contributi che gli attori del mercato portano (o dovrebbero portare) a una riduzione del gap ancora esistente così da contribuire a sempre più concrete conclusioni delle negoziazioni.

Infatti anche se il mercato (settembre 2016) vede un'apparente crescita del numero delle operazioni, il gap e le difficoltà di negoziazione sono ancora evidenti.

9.8 Conclusioni

La situazione di crisi delle banche e delle imprese vede la necessità di un avvio del mercato della compravendita dei NPLs con conseguenti innegabili benefici per vari soggetti economici:

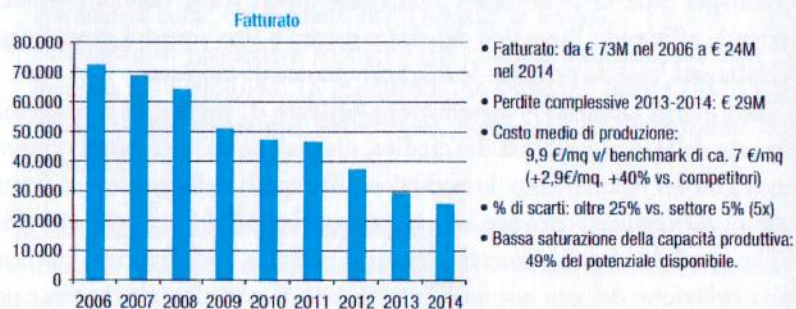
- l'industria e l'imprenditoria italiana, in tutte le sue componenti, sia economiche che sociali;
- il settore bancario, attraverso l'alleggerimento dei propri stati patrimoniali, con la conseguente possibilità di riapertura del credito a sostegno dell'economia reale;
- i lavoratori, con il mantenimento dei posti di lavoro e la salvaguardia delle capacità di consumo, primo motore dell'economia;

Riquadro 1 Un caso concreto

Le considerazioni espresse nel capitolo derivano dall'esperienza diretta in una serie di progetti di risanamento positivamente conclusi. Ci sembra quindi utile presentare, a mero titolo esemplificativo e schematicamente, un caso concreto di successo. Il caso illustra le fasi tipiche di un processo di ristrutturazione, enfatizzando alcuni punti chiave di una situazione di crisi, dove precedenti tentativi falliti avevano portato l'azienda in prossimità della dichiarazione di fallimento.

Il contesto iniziale

Società in profonda crisi,
Classificata a incaglio, ma prossima a sofferenza



Azienda a «fine corsa»:
a giugno 2014 il sistema bancario aveva bloccato i fidi e l'azienda aveva saltato tutti i pagamenti (stipendi, fornitori, utenze, erario ecc.)

Intervento - priorità assoluta: turnaround industriale

Incarico attivato il 1° ottobre 2014, intervento di un team di manager composto da:

- 4 persone a tempo pieno (AD, CFO, Dir Comm., Dir Prod.) dotati dei poteri esecutivi
- 2 part time (resp. HR + CdG)
- Fase 1: Revisione del processo produttivo attraverso:
 - Standardizzazione e revisione della formulazione dell'impasto
 - Ottimizzazione dei lotti di produzione
 - Investimenti per la digitalizzazione di alcune fasi produttive
 - Riorganizzazione della produzione
- Fase 2: saturazione della capacità produttiva con attività c/terzi
- Fase 3: progressiva sostituzione delle commesse c/terzi con produzioni a marchio proprio

Intervento - risanamento finanziario

- Presentazione del piano e negoziazione dello standstill tra ottobre e dicembre 2014
- Attestazione del piano nella primavera 2015
- Accordo ex art.182-bis LF per la ristrutturazione dei debiti per € 36M ad agosto 2015:
 - € 23M di debiti bancari + leasing
 - € 6M di scaduto fornitori
 - € 9M di scaduto fiscale/previdenziale
 - Conferma delle linee bancarie a breve per € 11M; nessuna richiesta di nuova finanza
 - Aumento di capitale per complessivi € 5,5M (di cui € 3M in fase di collocamento)
 - Dismissioni di asset per € 2,8M (di cui € 2,2M già realizzate)
 - Inserimento di un consigliere indipendente e modifica della corporate governance
 - Intervento di un nuovo investitore fino al 70% dell'equity

Situazione post-intervento (Q1-2016)

Ottimizzazioni operative

- Utilizzo degli impianti a pieno regime (3 turni/giorno per 7 gg/settimana)
- Riduzione del costo medio di produzione da 9,9 €/mq a 7,6 €/mq (-23%):
 - aumento della produzione giornaliera da 8.500 a 11.100 mq/giorno (+31%)
 - aumento della quota di prima scelta dal 75% (2014) al 97% (2016) della produzione

Miglioramento economics

- Aumento del fatturato da € 24M nel 2014 a € 28,6 M nel 2015 (+20%) a € 44M a budget 2016 (+54%) - Actual 1Q = +2% vs. budget
- Ritorno a EBITDA positivo: da - € 5,9M nel 2014 a + € 1,35 M nel 2015 (4,9% del fatturato) + € 3,5M a budget 2016 (9 % del fatturato)

Interventi strutturali attuati

- Ripresa di rapporti normali con banche e fornitori
- Dismissione di un terreno per € 2,2M - destinati a investimenti in nuovi macchinari
- Ingresso di un nuovo azionista (in fase di perfezionamento)

- lo Stato, attraverso le componenti fiscali desumibili dai redditi prodotti dagli attori sopracitati;
- i fondi di investimento (e soprattutto i loro investitori) per i ritorni che operazioni di successo possono dare in tempi piuttosto brevi (18-24 mesi).

Le riflessioni esposte sono basate sulla convinzione che per gestire correttamente un processo di risanamento sia necessario un «sapere» diverso, maturato in un'esperienza fuori del comune. Per questo motivo si ritiene che, dal punto di vista formativo, le scuole di management debbano inserire i temi di crisi aziendale nei propri percorsi formativi, non tanto per formare la figura del Chief Restructuring Officer, vista la necessità di «esperienza sul campo» che questo deve maturare, ma per saper prevenire per quanto possibile situazioni di crisi che inducono le conseguenze descritte.

Le modifiche alle norme fallimentari, inoltre, dovrebbero tenere conto delle tematiche di gestione di queste situazioni, inducendo gli operatori (sia bancari che aziendali) ad agevolare il nuovo management che entra in scena per queste operazioni.

La partita da giocare è sicuramente complicata e spesso rischiosa, ma risulterà impossibile da vincere se vengono «mandati in campo» soggetti le cui capacità non siano all'altezza del compito; vero è che, indipendentemente dalle capacità, la determinazione e la presenza di spirito nel risolvere problemi complessi possono fare la differenza nel raggiungere il successo.

In estrema sintesi, si può concludere che i termini «competenza e coraggio» interpretino fedelmente le caratteristiche necessarie per affrontare il difficile percorso di ripristino delle crisi aziendali.