

Boom di cartolarizzazioni di crediti bancari deteriorati seguite dagli avvocati d'affari

Restructuring, il mercato degli Npl passa per gli studi

Pagine a cura di ANGELO COSTA

Il sistema bancario italiano è caratterizzato da un ammontare cospicuo di Npl (*non performing loans*, ossia crediti deteriorati) che da qualche anno a questa parte, per esigenze di rafforzamento patrimoniale del cedente, sono sempre più spesso oggetto di cessioni a nuovi attori (principalmente fondi) sia italiani che stranieri. Si tratta di un mercato importante e da presidiare, in particolare per gli avvocati d'affari, che svolgono un ruolo decisivo nella costruzione degli schemi contrattuali per valorizzare i non performing loans.

«Il professionista è chiamato con crescente frequenza a elaborare strutture complesse che affianchino al semplice investimento nei Npl, con la creazione di piattaforme manageriali in grado di gestire con successo il processo di ristrutturazione industriale delle imprese debtrici», spiega **Massimo Di Terlizzi**, partner di **Pirola Pennuto Zei & Associati**. «Disciplinato dalla nuova cosiddetta "manovrina", le società di cartolarizzazione cessionarie dei crediti deteriorati ceduti da banche e intermediari finanziari potranno concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero degli stessi crediti e favorire il ritorno *in bonis* del debitore ceduto. Il governo ha messo in atto diverse riforme per affrontare il volume di Npl, tra cui la Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs) e il sostegno al fondo Atlante. Il volume complessivo di transazioni aumenterà in maniera significativa».

Il problema dei crediti deteriorati rappresenta un peso, quindi, alla libera circolazione dei beni. E **Tiziana Del Prete**, socio di **Grimaldi Studio Legale** aggiunge che «le nuove soluzioni previste dal dlgs del 2015 sono decisamente innovative. Esse sono sicuramente a beneficio dei creditori ma,

seppur con diverse sfaccettature, a favore dell'impresa e del mercato. L'aver dato la possibilità a creditori «qualificati» di poter presentare soluzioni migliorative rispetto al piano presentato dall'imprenditore è sicuramente a beneficio dei creditori. L'aver poi previsto la necessità di una gara per la vendita degli assets nell'ambito del concordato è sicuramente a beneficio del mercato (sebbene tali gare dovrebbero essere ispirate a criteri di celerità e snellezza, in quanto possono essere foriere di ulteriori costi a carico della procedura nonché rallentamenti che danneggiano pesantemente l'azienda e la sua continuità».

In Italia si prevede un aumento di operazioni di restructuring. Superata la fase della ristrutturazione degli Lbos (*leveraged buyout*) ante **Lehman Brothers** e quella della crisi delle imprese si sta assistendo a una nuova stagione di ristrutturazioni. **Pier Danilo Beltrami**, partner dello Studio **Lombardi Segni e Associati**, osserva che «negli ultimi anni si è assistito a un incremento del mercato delle acquisizioni di imprese in difficoltà nel contesto di strumenti negoziati della crisi: e questo fenomeno anche in ragione degli inequivocabili vantaggi che un'operazione di questo tipo presenta rispetto ad un'acquisizione *in bonis* (esenzione dal rischio revocatorio in caso di successivo fallimento del venditore, affrancamento dai debiti, purgazione dalle garanzie, vantaggi fiscali ecc.)».

«Da un lato», osserva **Alberto Giampieri**, senior partner di **Legance - Avvocati Associati**, «molti investitori stranieri si avvicinano con meno diffidenza al nostro sistema cercando di cogliere l'opportunità di investire in società in stato di tensione finanziaria contando su una serie di esperienze positive; dall'altro il ceto creditizio ha acquisito oramai esperienza nella gestione delle

crisi di impresa impegnandosi spesso anche nell'equity attraverso strumenti finanziari partecipativi.

Si segnala peraltro l'interesse nella ristrutturazione di portafogli immobiliari mediante apporto a fondi immobiliari, ciò al fine, da un lato, di facilitare il rifinanziamento e, dall'altro, consentire una gestione professionale degli assets facilitando la Sindacazione dell'equity attraverso lo strumento del fondo».

Mascia Cassella, partner dello Studio Legale **Masotti Berger Cassella**, osserva che «la crisi economica e finanziaria che da diversi anni ha investito l'intero sistema al livello mondiale e dalla quale è stata investita anche l'Italia, non è ancora terminata. La ripresa sarà ancora lunga. Già con gli strumenti legislativi messi a disposizione delle imprese e delle banche, i maggiori creditori sui quali dunque si riverberano le maggiori conseguenze dell'insolvenza delle aziende, molte situazioni sono in via di risoluzione. Ma non basta. Le imprese non hanno ancora la possibilità di riprendersi senza il supporto, oltre che dei loro creditori, di partner che possano investire sul prodotto o sul servizio in modo da dare una sostanza reale al proprio processo di riqualificazione».

Secondo **Stanislao Chimenti**, partner dello Studio Legale **Delfino e Associati Willkie Farr & Gallagher LLP**: «L'elemento, tra gli altri, che lascia ipotizzare un aumento delle operazioni di restructuring in



Italia è offerto dalle recenti modifiche apportate dal legislatore, in una logica più marcatamente creditor oriented, alla legge fallimentare, introducendo, tra gli altri, nuovi strumenti che ampliano la platea dei soggetti legittimati a partecipare alle operazioni di ristrutturazione. Il dl 83/2016 poi convertito con la legge 132/2016, consente infatti ai creditori di una società in crisi di presentare proposte concorrenti rispetto a quella presentata dal debitore nell'ambito di una procedura di concordato preventivo».

Claudio Visco, managing partner di **Macchi di Celle-re Gangemi** ritiene, però, che «nonostante i nuovi strumenti, le ristrutturazioni secondo lo schema della rimodulazione del debito o con accordi ex legge 67 (che ha dato fino ad ora buoni risultati) continueranno ad essere largamente utilizzate per la loro semplicità di strutturazione e per i vantaggi sia in tema di trattamento fiscale dell'operazione che di certezza degli effetti».

E infine, secondo **Corrado Angelelli**, partner di **Freshfields Bruckhaus Deringer LLP**: «Una concomitanza di fattori ha fatto sì che le banche italiane abbiano iniziato a considerare la cessione dei così detti single names con maggior favore. Dall'altra delle esperienze positive di alcuni investitori in alcuni processi di turnaround ha fatto sì che le esposizioni creditizie nei confronti di una società possano assumere un valore anche se non accompagnate ad un investimento nell'equity. Molte posizioni individuali significative sono state espunte dai portafogli oggetto di vendita e presumibilmente le banche seguiranno una strategia di vendita differente. Un altro mercato che si aprirà sarà quello di vendite sul secondario».

Un mercato con nuovi operatori e nuovi strumenti. A parere di **Daniela Andreatta**, special counsel di **Orrick**, «il mercato del restructuring è divenuto molto più frizzante negli ultimi due anni a seguito della disponibilità di molti istituti finanziari di vendere al mercato i loro crediti incagliati/ in sofferenza. I crediti in questione vengono infatti trasferiti a investitori istituzionali interessati a una gestione attiva del credito che consenta una massimizzazione del loro profitto.

Una tale gestione può andare da un mero recupero del credito attraverso le procedure esecutive tradizionali a una partecipazione attiva dell'investitore alle procedure pre concorsuali sia per esempio nella forma di proposte concorrenti in concordati preventivi sia attraverso la «conversione» in capitale, in tutto o in parte, dei crediti. È verosimile», conclude **Andreatta**, «che l'ingresso di questi nuovi operatori nel mercato italiano costringerà i debitori a un veloce cambio culturale poiché difficilmente gli investitori esteri dimostreranno la stessa generosità temporale nel recupero dei loro crediti».

Emanuela Campari Bernacchi, partner dello **Studio Gattai, Minoli, Agostinelli & Partners**, nota infine che «al di là delle strutture utilizzate ad oggi, in ambito di crediti ipotecarie e quindi tendenzialmente in ambito real estate, le novità potrebbero riguardare la possibilità che i veicoli di cartolarizzazione acquistino non solo i crediti ma anche gli immobili associati a quei crediti (cosa che attualmente non è consentita) e, lato ristrutturazioni in generale, che la medesima Spv possa acquisire o sottoscrivere titoli di capitale e strumenti partecipativi (anche emessi a seguito di conversione di crediti) nonché concedere finanziamenti ai debitori dei crediti cartolarizzati. È evidente quindi che il legislatore sta puntando sulla cartolarizzazione come strumento efficiente per tentare di risolvere il tema non solo delle sofferenze (Npls) ma anche dei cosiddetti *unlikely to pay* (Utp)».

Servono strutture finalizzate alla gestione di Npl. **Angelo Bonissoni**, managing partner di **Cba Studio Legale e Tributario**, aggiunge poi che «sarebbe altresì necessario fare riferimento a un modello che riesca a operare su base sistemica e, quindi, capace di intaccare significativamente lo stock di crediti deteriorati. La struttura Atlante ci aveva tentato, ma non è andata molto lontano. È dunque necessario mettere mano ad un sistema che attraverso un allineamento degli interessi dei vari interlocutori porti ad una soluzione di sistema. E forse guardare a quanto fatto all'estero così come la struttura già da noi ideata negli anni '70 non sarebbe una perdita di tempo. In attesa di strutture finalizzate alla gestione sistemica dello stock di Npl registriamo

comunque un aumento sia dei players che delle strutture, le quali, stanno sempre più convergendo verso modelli capaci di portare contemporaneamente un miglioramento del recovery rate delle banche, una riduzione dei tempi di negoziazione/recupero/ristrutturazione ed una riduzione dei relativi costi. Con evidenti vantaggi per tutti gli operatori».

E Oscar Podda, equity partner dello **Studio Nunziante Magrone**, ha affermato che «il principale motore del cambiamento sarà l'utilizzo più intenso degli strumenti di nuova finanza in predeuzione, specie da parte di fondi specializzati. Se non altro perché sono i soldi freschi e immediati che possono fare la differenza.

Quello che è mancato fino ad oggi, forse per ragioni culturali, è un uso creativo delle possibilità offerte dalle norme in tema di conversione di debito in equity. Ma in fondo i creditori, comprensibilmente, si aspettano sempre che sia qualcun altro a risolvere i loro problemi. Un'ipotesi da valutare sarebbe quella di lasciare ai creditori la nomina dei commissari: se l'analisi economica più accreditata è corretta, si avrebbero maggior efficienza e minori costi».

Tra le tipologie di ristrutturazione del debito non può non richiamarsi quella contenuta nella procedura di concordato preventivo, oggetto sovente dell'intervento del legislatore. A tal riguardo, tra le tante novità apportate alla legge fallimentare vi sono alcune che permettono un ampliamento dei soggetti (anche investitori professionali) interessati a presentare proposte di concordato concorrenti (art. 163) o di offerte concorrenti al fine di acquistare o prendere in affitto l'azienda o rami di azienda o specifici assets (art. 163-bis).

«Con lo strumento delle «proposte concorrenti», osserva **Alessandro Di Majo**, of



counsel di **Tonucci & Partners**, «i creditori avranno l'opportunità di presentare proprie proposte, ritenendo in tal modo di poter gestire meglio l'attività dell'impresa con l'immissione di nuovi capitali. Ciò impedendo al debitore di presentare proposte che non rispecchiano il reale valore dell'azienda. In tal guisa, gli investitori saranno maggiormente stimolati a compiere operazioni di risanamento aziendale, ponendo così le basi per la nascita di un distressed debts market. Le operazioni di restyling del debito», ha continuato Di Majo, «non possono non richiedere anche il supporto dell'avvocato d'affari, in rappresentanza degli investitori ed altri soggetti nelle procedure concorsuali di imprese in crisi (concordati preventivi, accordi di ristrutturazione dei debiti ecc.), in particolare sia in merito alla realizzazione di investimenti all'interno di dette procedure, quali per esempio l'acquisto di beni, sia riguardo ad attività di consulenza e redazione di pareri legali».

Ugo Molinari, partner dello **Studio Molinari e Associati**, osserva che «da un paio d'anni a questa parte la consapevolezza

in capo ai soggetti coinvolti nei turnaround della necessità di interventi più radicali, unitamente a una maggiore disponibilità di mezzi finanziari, per lo più provenienti dall'estero, nonché alcune novità normative per la gestione della crisi, hanno creato i presupposti per operazioni di ristrutturazione di debito finalizzate all'effettivo rilancio dell'impresa.

In tale contesto generale, non esiste, comunque, una soluzione valida in assoluto. In alcuni casi, caratterizzati dalla sussistenza di potenzialità di sviluppo industriale stand alone della società debitrice (solamente bisognosa di capitali di sviluppo), in aggiunta alla riqualificazione dell'indebitamento, è sufficiente l'apporto di capitale di rischio da parte di investitori finanziari professionali. In altri casi l'intervento di un investitore strategico è invece più utile, se non indispensabile, ai fini di uno sviluppo effettivo basato su sinergie e/o piani di diversificazione».

Le nuove regole nel tempo introdotte dal legislatore nella riforma del diritto fallimentare aumentano la

possibilità e la dimensione del mercato del restructuring. «Da un lato», spiega **Luciana Cipolla**, partner responsabile del dipartimento concorsuale di **La Scala Studio Legale**, «la reintroduzione di soglie minime di soddisfacimento per i creditori chirografari disincentiverà il ricorso allo strumento del concordato liquidatorio, dall'altro, risulterà favorito il ricorso agli accordi di ristrutturazione del debito, anche grazie all'introduzione dell'art. 182-septies l. fall. che favorisce tali accordi allorché la più parte del debito dell'impresa sia nei confronti di banche e intermediari finanziari. Di particolare interesse, in un'ottica competitiva, è poi l'introduzione della disciplina relativa alle cosiddette offerte concorrenti, vale a dire l'obbligo per gli organi della procedura di avviare un procedimento competitivo per la migliore allocazione dei beni oggetto di dismissione.

— © Riproduzione riservata —

I volumi di Npl restano i più elevati in Europa, 324 mld €

