

Restructuring aziendale, ecco la mappa di tutti gli attori italiani in campo, dai fondi ai servicer

Gli investitori italiani di restructuring attivi in Italia – dati in valore lordo



Fondo	Tipo di strategia	Gestore	Target in mln euro	Mln euro già raccolti/acquistati	Data	Articolo
Pillarstone Italy	Utp corporate	Pillarstone Italy	>1000	1600*	apr-16	BeBeez
CCR II e CCR II comparto shipping	Utp corporate	Dea Capital Alternative Funds sgr	nd	925	ott-20	BeBeez
Fondo RSCF	Utp corporate	Davy Fund Management (Pillarstone Italy)	600	600	giu-20	BeBeez
FINAV	Utp corporate italiani	Davy Fund Management (Pillarstone Italy)	>500	500	mag-20	BeBeez
Fondo Amco-Prelios	Utp corporate immobiliari italiani	AMCO	1.500	450	dic-19	BeBeez
Apollo Delos	Utp corporate	Aperion-Apollo Global Management	400	400	lug-20	BeBeez
Clessidra Restructuring Fund	Utp corporate italiani	Clessidra sgr	>320	320	set-19	BeBeez
CCR I	Utp corporate	Dea Capital Alternative Funds sgr	nd	296	giu-16	BeBeez
Itaca Equity Holding	turnaround	Tamburi Investment Partners	500-600	50-100	set-20	BeBeez
Securitization fund	crediti deteriorati	Sagitta sgr	150	50	mag-19	BeBeez
Fondo Zephir	Utp corporate	Zephir Capital Partners sgr	1000	nd	apr-20	BeBeez
Main Capital UTP	Utp corporate	Main Capital sgr	240-300	nd	mar-20	BeBeez
Finint turnaround	Utp corporate	Finint investments sgr	>200	nd	mar-20	BeBeez
Special Credit Situations	crediti leasing, al consumo, commerciali, Npl e in bonis	Green Arrow Capital sgr	200	nd	gen-19	BeBeez
SC Lowy Npl Italy	Utp corporate	SC Lowy	200	nd	feb-20	BeBeez
Fondo FVG-Pillarstone	turnaround	FVG sgr - Pillarstone italy	150	nd	lug-18	BeBeez
Corporate and Credits Fund	Utp corporate	Illimity sgr	nd	nd	apr-20	BeBeez
Totale			7.040	5.211		

Fonte: Be Beez

A fine giugno lo stock di crediti deteriorati delle banche europee era tornato a crescere, attestandosi a 526,3 miliardi di euro, in rialzo dal minimo segnato a 522,8 miliardi a fine marzo. Lo ha calcolato l'**European Banking Association** e le aspettative, visto che l'emergenza Covid-19 non sembra voler rientrare a breve, sono tutte in salita (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). **Andrea Enria**, a capo della vigilanza della Bce, in un'intervista al quotidiano tedesco *Handelsblatt*, ha già avvertito: "In uno scenario grave con una seconda ondata di misure di contagio e contenimento, abbiamo calcolato che potrebbero esserci fino a 1,4 trilioni di euro di crediti inesigibili, più che dopo l'ultima crisi finanziaria" (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Sul totale dei crediti deteriorati sui libri delle banche europee a fine giugno, l'Italia pesa per 108,4 miliardi, ma in realtà è in controtendenza, in discesa dai 111,6 miliardi di fine marzo. Purtroppo però la sensazione è che il dato dei prossimi mesi non sarà più questo. Una bella fetta del problema, si sa, in Italia riguarda le aziende che sono sempre più in difficoltà e che, se non supportate in maniera adeguata, in un attimo possono vedersi derubricate nelle fila prima delle inadempienze probabili (Utp) e poi delle sofferenze (Npl). Il tutto nella cornice di una normativa che per stare al passo con la situazione, dovrebbe cambiare ancora.

Il famigerato calendar provisioning. I banchieri centrali e le autorità di vigilanza hanno detto chiaro negli ultimi giorni che non vedono ragioni per ritardare il ritorno all'applicazione del calendar provisioning, cioè la norma che richiede che le banche svalutino entro tempi precisi i loro crediti deteriorati. Con buona pace di chi ha un'opinione completamente opposta e pensa che questa mossa rappresenterà la miccia che farà scoppiare la bomba. Lo dicono il direttore generale di ABI, **Giovanni**

Sabatini; l'amministratore delegato di Mediobanca, **Alberto Nagel**; e **Rainer Masera**, ex Ministro del Bilancio e della Programmazione Economica ed ex presidente e ad dell'allora gruppo Sanpaolo Imi, intervenuto nei giorni scorsi al convegno di Alma Lura a Verona (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Le alternative per le banche. Che fare quindi? Le alternative per le banche per affrontare il tema Utp corporate oggi sono sostanzialmente tre. La prima è **vendere**: si possono vendere le posizioni singole di una certa dimensione a singoli investitori e/o vendere un portafoglio a un unico investitore oppure ancora cartolarizzare il portafoglio e distribuire i titoli asset-backed a vari investitori; in ogni caso si porta a casa una perdita più o meno grande rispetto al valore di iscrizione a bilancio. La seconda è **fare un accordo con un servicer** al quale affidare la gestione delle pratiche mantenendo nel contempo la titolarità dei crediti. E la terza è **gestire direttamente le pratiche con un team interno alla banca**. Alternative che poi a loro volta possono prevedere varie soluzioni intermedie.

Gli investitori sono italiani e internazionali e di varia natura ([clicca qui per scaricare la tabella dei fondi di restructuring](#)). Molti fondi puntano in prima battuta a comprare dalle banche i loro crediti verso singole aziende per diventare i principali creditori e quindi indurre la proprietà ad accettare un accordo di ristrutturazione dei debiti che nella maggior parte dei casi prevede una conversione di quei debiti a equity, diluendo i vecchi azionisti nel capitale, ma non facendoli uscire completamente. Questi fondi di solito finanziano l'acquisto dei crediti dalle banche con operazioni che prevedono l'apporto di questi crediti al fondo da parte delle banche, in cambio di quote del fondo, che in termini di impatto sul capitale di vigilanza sono meno onerose rispetto al singolo credito (grazie alla cosiddetta **derecognition del credito**). Per rilanciare un'azienda, però, ci vogliono anche dei capitali freschi, per cui questi fondi li raccolgono presso terzi.

Su questo tipo di struttura, ormai molto utilizzata, c'è comunque anche ci avanza dei dubbi (si veda [qui il contributo di Fabrizio Vettosi nella sezione Commenti](#)), sottolineando che i criteri di classificazione imposti dalla direttiva **CRR (Capital Requirements Rules)**, cioè **Basilea 3.5**, il conto finale risulta essere molto più salato a fine corsa rispetto alla semplice vendita su basi cash della posizione, o meglio ancora attraverso una gestione diretta del credito anomalo opportunamente selezionato.

Detto questo, resta vero che questa struttura, tra gli investitori italiani, è quella adottata dalla maggior parte degli operatori. In particolare, la utilizza **Dea Capital Alternative Funds sgr** per i suoi fondi **CCR I e CCR II**, che a oggi hanno raggiunto un totale di crediti complessivi acquisiti di circa 1,3 miliardi di euro lordi. In particolare, il fondo CCR II, compreso il comparto shipping, a fine giugno aveva raggiunto quota 925 milioni di euro di GBV o 600 milioni di euro di NAV, comprensivi di 27 milioni di euro del **settimo closing**, che ha visto l'acquisto di crediti verso **Microgame** (gaming), **ICQ Holding** (energia da fonti rinnovabili) e **Istituto Neurotraumatologico Italiano** (sanità). E non basta, perché pochi giorni fa è stata la volta di un **ottavo closing** per un valore lordo poco più basso, che ha visto l'apporto di un credito verso **Calvi** da parte di **Popolare di Sondrio**, istituto che ancora non appariva nel gruppo di banche che negli ultimi due anni ha aderito alla piattaforma (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). La stessa struttura di fondo con un comparto crediti e un comparto nuova finanza ha anche l'ultimo veicolo di **Pillarstone Italy** da **600 milioni di euro**, lanciato lo scorso giugno e battezzato **Responsible & Sustainable Corporate Turnaround Fund** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)), in linea con la struttura del fondo **FINAV**, dedicato ai crediti shipping, gestito formalmente dalla società di gestione irlandese **Davy Fund Management** e sottoscritto da Pillarstone Italy, che ha superato i 500 milioni di euro di crediti acquisiti (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Sempre lo stesso approccio ha anche il fondo **Clessidra Restructuring Fund**, che per ora ha comprato crediti per **320 milioni** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)); e così sarà anche per il fondo **Corporate and Credits Fund**, lanciato da **Illimity sgr** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Un approccio leggermente diverso aveva invece il primo fondo di Pillarstone Italy, lanciato nel 2015, con l'acquisizione da Unicredit e Intesa Sanpaolo di circa un miliardo di euro di crediti Utp verso **Burgo**, **Orsero**, **Comital Saiag**, **Lindberg**, **Manucor** e **Alfa Park** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)) e che poi nel 2016 ha acquisito anche i crediti verso **Premuda** e verso **Sirti** per arrivare quindi a un totale di circa 1,6 miliardi di crediti acquisiti. Nel caso del primo fondo di Pillarstone Italy, la struttura **non prevedeva la cosiddetta derecognition** dei crediti per i bilanci delle banche, perché gli istituti finanziatori si riportavano a casa, a fronte di ciascuna cessione di un credito, un titolo

cartolarizzato relativo a quello stesso credito corporate, ma meno rischioso dell'esposizione originaria in quanto nel frattempo l'azienda debitrice è stata ricapitalizzata da Pillarstone.

Ci sono per contro investitori che puntano subito all'equity delle società in crisi. Si tratta dei fondi di puro turnaround, dotati di un management team che ha forti competenze industriali, che comprano un'azienda in difficoltà, ci mettono soldi freschi subito e cercano di accompagnarla nel rilancio. Con un approccio di questo tipo è per esempio nata l'ultima iniziativa di **Tamburi Investment Partners, Itaca Equity**, che ha riunito in un nuovo club deal un gruppo di imprenditori che andrà a investire nel capitale di aziende finite in difficoltà per colpa dell'emergenza Covid e che ora hanno bisogno di essere ricapitalizzate per ripartire (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).



I 10 principali servicer coinvolti nella gestione di Utp

dati al 31/12/2019 in mld euro

Società	Attività	Totale AUM	di cui UTP e Past Due	di cui NPL
AMCO	servicing e investimento	23,30	10,20	13,10
Crif	servicing	12,50	8,80	3,70
Fire	servicing e investimento	10,50	4,50	5,60
Prelios Credit Servicing	servicing	28,70	3,80	25,00
Hoist Finance	servicing e investimento	12,60	3,50	9,00
Cerved Credit Management	servicing	44,00	2,20	41,80
Aurora RE	servicing	2,50	2,20	0,30
doValue	servicing	77,80	1,80	75,80
Frontis NPL	servicing	2,30	0,90	2,30
Securitization Services (Finint)	servicing	1,90	0,90	1,00

Fonte: PwC

Il ruolo dei servicer. Nella lista dei protagonisti del settore Utp corporate ci sono anche le piattaforme di gestione nate dalla joint venture tra un originator e un servicer, che in alcuni casi coinvolge anche investitori terzi. E' questo per esempio il caso dell'accordo **Intesa Sanpaolo** con **Prelios sgr**, siglato a fine 2019 su un portafoglio complessivo di 9,7 miliardi di Utp (si veda [altro articolo di BeBeez](#)), di cui 3 miliardi cartolarizzati attraverso **Kerma spv** (si veda [altro articolo di BeBeez](#)), che da un lato ha emesso titoli abs sottoscritti da investitori e che dall'altro sta a sua volta cedendo crediti del portafoglio ad altri investitori. Ne è un esempio recente **Irplast**, acquisita dal fondo **Cheyne European Strategic Value Credit Fund**, dopo un'operazione di ristrutturazione del debito alla quale ha partecipato appunto anche Kerma spv (si veda [altro articolo di BeBeez](#)).

Come spiegano **Franco Carlo Papa** e **Luca Sala** in un loro articolo pubblicato su *MF Milano Finanza* sabato 17 ottobre, i grandi servicer che gestiscono posizioni miliardarie in Utp (si veda la tabella in pagina su dati estratti dal rapporto di PwC **"The Italian Npl Market. Ready to Face the Crisis"** dello scorso giugno, si veda [altro articolo di BeBeez](#)) saranno proprio i soggetti che andranno a sviluppare al meglio il mercato secondario, cedendo le diverse posizioni ad altri fondi o servicer più specializzati. Il problema è che lavorare sugli Utp non permette un approccio standard e quindi il tempo da dedicare a ogni posizione è tanto. Per questo le posizioni più piccole sono anche quelle che riscuotono meno interesse da parte degli investitori e sono quelle che difficilmente si potranno vendere sul mercato secondario. Nei mesi scorsi **sia AMCO sia Prelios hanno assunto quindi molti professionisti** per far fronte al grande lavoro in arrivo.

Ma l'obiettivo vero è quello di industrializzare il processo di recupero degli Utp corporate. Prelios dice di esserci riuscito. Il chief operating officer **Fabio Panzeri** nel corso del *Debtwire Italian Restructuring Forum* del 29 settembre, sul fronte delle inadempienze probabili ha detto: "Abbiamo investito molto in IT, lanciando nel mese di settembre Pegaso, il nostro sistema proprietario di workflow UTP, basato sulle più moderne tecnologie. La miglior fotografia del risultato è che quest'anno siamo riusciti a riportare in bonis già 340 aziende, con l'obiettivo di arrivare a 400 imprese entro la fine del 2020. Un

risultato, quello di riportare in carreggiata numerose aziende in difficoltà, che ha anche evidenti implicazioni sociali” (si veda [qui il comunicato stampa](#)).

Il dibattito su AMCO. E a proposito di AMCO, l'asset management company del Tesoro, a cui presto saranno trasferiti altri 8,1 miliardi di crediti lordi da Montepaschi (di cui 3,3 miliardi di Utp), è sempre più invisa dal mercato, perché considerata un asso pigliatutto. A fine settembre all'**Npl meeting di Banca Ifis** si è sviluppato un dibattito spontaneo sul giusto ruolo che AMCO dovrebbe avere (si veda [altro articolo di BeBeez](#)). Si è detto che una cosa è salvare le banche e un'altra è competere su qualsiasi portafoglio di crediti deteriorati sul mercato e che AMCO non si comporta da operatore di mercato. A essere preoccupate sono in parte anche le banche che temono su altri tavoli la replica dello scontro in atto sul noto gruppo produttore di salumi Ferrarini, con da un lato AMCO schierata insieme al gruppo Pini e la famiglia Ferrarini e dall'altra gli altri due principali creditori, Intesa Sanpaolo e Unicredit, insieme ai partner industriali Bonterre-Grandi Salumifici Italiani, Opas e HP (si veda [qui il Beez Peak del 14 settembre](#)).

Tag: `calendar provisioningfondinplrestructuringserviceturnaroundUtp`