



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in **Economia e Finanza**  
(ordinamento *ex* D.M. 270/2004)

Tesi di Laurea

**La gestione dei *Non Performing Loans*  
attraverso i “fondi comuni di  
ristrutturazione”**

**Relatore**

Ch. Prof. Alberto Urbani

**Laureando**

Daniele Trevisan

Matricola 852264

**Anno Accademico**

2018 / 2019



## Indice

<b>Introduzione</b> .....	p. 1
---------------------------	------

### Capitolo I

#### La problematica dei crediti deteriorati

1.1	La situazione dei <i>Non Performing Loans</i> in Europa .....	p. 5
1.2	Il contesto di supervisione europea .....	p. 8
1.2.1	<i>La definizione di credito deteriorato nell'attuale assetto regolamentare</i> .....	p. 10
1.2.2	<i>La classificazione del credito deteriorato</i> .....	p. 13
1.3	Le strategie di gestione dei crediti deteriorati .....	p. 16

### Capitolo II

#### La cessione degli *NPLs* ai “fondi comuni di ristrutturazione”

2.1	Il mercato degli <i>NPLs</i> .....	p. 21
2.2	La cessione dei crediti deteriorati .....	p. 23
2.2.1	<i>La cessione di rapporti giuridici ex art. 58 T.U.B.</i> .....	p. 25
2.2.2	<i>Le operazioni di cartolarizzazione: il modello previsto dalla legge 130/1999</i> .....	p. 30
2.2.2.1	<i>Il sistema di garanzie statale sulla cartolarizzazione dei crediti in sofferenza</i> .....	p. 34
2.2.3	<i>Le determinanti alla base della cessione dei crediti deteriorati</i> ...	p. 38
2.3	I “fondi comuni di ristrutturazione” .....	p. 40
2.3.1	<i>Inquadramento sistematico della fattispecie</i> .....	p. 42
2.3.2	<i>Segue: ... il comparto “nuova finanza”</i> .....	p. 47
2.3.3	<i>La riserva di attività</i> .....	p. 49
2.3.4	<i>La soggettività e l'autonomia patrimoniale</i> .....	p. 54
2.3.5	<i>Il rapporto tra gestori e investitori</i> .....	p. 58

## **Capitolo III**

### **La gestione collettiva degli *NPLs***

3.1	Le “Linee Guida per le Banche sui crediti deteriorati” .....	p. 63
3.2	Il “fondo di ristrutturazione”: una strategia innovativa per la gestione dei crediti deteriorati .....	p. 66
3.3	Le peculiarità della gestione collettiva degli <i>NPLs</i> attraverso i “fondi di ristrutturazione” .....	p. 72
3.4	Il Fondo Atlante: una soluzione alla crisi del settore bancario? .....	p. 74
<b>Conclusioni</b> .....		p. 79
<b>Bibliografia</b> .....		p. 83

## Introduzione

La situazione *post*-crisi appare caratterizzata da una significativa perdita di fiducia da parte degli investitori nei confronti del sistema bancario. Il clima di profonda incertezza, inoltre, rende difficilmente valutabili i tempi necessari per un ritorno ad una situazione *ante* crisi.

La fase recessiva, che ha colpito l'intero mercato europeo, ha comportato una certa difficoltà, per gli operatori economici, a rispettare gli obblighi assunti nei confronti degli istituti creditizi, con frequenti ritardi o, addirittura, inadempienze alla scadenza degli stessi. Ne consegue una situazione di criticità a carico degli appartenenti al settore finanziario, le cui passività sono andate ben oltre i limiti fisiologici dell'attività bancaria, la quale si connota per l'assunzione di rischi, ma sempre con riguardo alla prevenzione della sana e prudente gestione.

In questo scenario, rileva l'incidenza dei *Non Performing Loans* nei bilanci bancari, nei confronti dei quali essa impatta negativamente dal punto di vista reddituale e patrimoniale, e nell'intera economia reale, a causa del blocco dell'erogazione di nuovo credito alle imprese, in contrasto con la necessità di una crescita degli investimenti. Tali fattori fanno sì che la ripresa economica tardi a manifestarsi.

Il tema dei crediti deteriorati risulta al centro dei dibattiti sui problemi dell'Eurozona, anche se alcuni sistemi bancari, in particolare quello italiano, ne hanno risentito maggiormente, a causa di fattori specifici e interni a ciascun paese.

Negli ultimi anni gli ordinamenti, nel perseguire un obiettivo di armonizzazione a livello europeo, hanno avvertito la necessità di disciplinare le possibili strategie di gestione dei *Non Performing Loans*, per procedere ad una graduale riduzione del peso degli stessi nell'attività degli intermediari. A questi ultimi, dunque, spetta la responsabilità di analizzare, valutare e, infine, perseguire la soluzione più adeguata allo smaltimento delle esposizioni in questione.

L'elaborato si pone l'obiettivo di analizzare, con riguardo all'ordinamento italiano, la gestione dei crediti deteriorati attraverso una delle strategie introdotte: la cessione ad un "fondo di ristrutturazione".

La prima parte è volta a fornire una panoramica, in termini quantitativi e qualitativi, della situazione degli *NPLs* in Europa, introducendo, inoltre, le misure messe in atto dal legislatore europeo e dalle autorità di vigilanza del settore. In particolare, si individua una definizione "armonizzata" di *Non Performing Loans*, indispensabile per un'attuazione a

livello “sistemico” delle soluzioni di eliminazione degli stessi. A riguardo, tale capitolo si occuperà, inoltre, di evidenziare le peculiarità di tale nozione nell’ordinamento italiano.

Il lavoro prosegue analizzando le fattispecie utilizzate ai fini di una cancellazione dal bilancio dell’intermediario delle poste deteriorate e gli organismi idonei a garantire una corretta gestione delle stesse. Dopo un *excursus* del mercato secondario degli *NPLs*, del quale si sottolineano criticità e peculiarità, si procede con lo studio dei negozi giuridici che più si prestano alle operazioni in questione: la cessione di rapporti giuridici individuabili “in blocco” e la cartolarizzazione. Nello specifico, nel primo caso si fa riferimento a quanto disciplinato dall’art. 58 T.U.B., cercando di chiarire il motivo per cui tale tipologia di cessione viene ampiamente utilizzata dagli intermediari, sottolineandone, tuttavia, alcuni punti critici, che hanno spinto l’Autorità di vigilanza a trattare con “occhio di riguardo” detta operazione. Analoga analisi viene effettuata per la cartolarizzazione, introdotta nell’ordinamento italiano con la l. 130/1999. Si tratta di un’operazione sviluppatasi, inizialmente, negli Stati Uniti, che consente la circolazione degli *NPLs* sotto forma di titoli negoziabili sul mercato e che presenta, sotto certi punti di vista, maggiori criticità della cessione in blocco. Tuttavia, detta fattispecie risulta ampiamente utilizzata, grazie, soprattutto, alle misure di garanzia fornite, a determinate condizioni, dallo Stato, le quali, inoltre, perseguono obiettivi di tutela del settore finanziario.

Con riferimento ai soggetti che più si prestano ad una gestione dei *Non Performing Loans*, si introduce una nuova categoria di fondi: “i fondi di credito”, che, in considerazione dei particolari strumenti sui quali investono, prendono il nome di “fondi di ristrutturazione”. Lo scopo dell’elaborato è quello di sottolineare le peculiarità di detti fondi, rispetto ai più comuni organismi di investimento collettivo del risparmio. Ci si riferisce, soprattutto: alla riserva di attività, nello studio della quale si può rilevare una sorta di “erosione” della riservata attività bancaria; all’autonomia e alla soggettività patrimoniale, le quali variano a seconda del modello scelto al momento della costituzione del fondo; al rapporto che intercorre tra investitori e gestori dell’organismo.

Concludendo, successivamente alle *best practices* introdotte dalle “Linee Guida per le Banche sui crediti deteriorati” della BCE, si avrà modo di approfondire le implicazioni di una gestione collettiva dei *Non Performing Loans* per il sistema finanziario, evidenziando i vantaggi che ne deriverebbero rispetto ad un approccio di tipo “*on balance*”. Si riporta, infine, una soluzione “di sistema” al problema intrapresa nel settore finanziario italiano: l’istituzione del “Fondo Atlante”, il quale, abbinando le operazioni

di cartolarizzazione e la costituzione di un “fondo di ristrutturazione”, si pone l’obiettivo di “smaltire” lo *stock* di crediti deteriorati che pesa sul bilancio delle banche italiane, cercando di favorire una ripresa dei finanziamenti da parte delle stesse.



# Capitolo I

## La problematica dei crediti deteriorati

### 1.1 La situazione dei *Non Performing Loans* in Europa

Negli ultimi dieci anni l'Europa ha attraversato la crisi dei mutui *subprime* (2007-2009) e quella dei debiti sovrani (2010-2011). Queste due grandi recessioni hanno generato una profonda contrazione dell'economia reale con un conseguente deterioramento della posizione creditizia delle banche, dovuto soprattutto al peggioramento delle condizioni di solvibilità di imprese e famiglie.

L'incapacità di far fronte ai propri debiti nei tempi prestabiliti e la necessità di ristrutturazione del debito delle imprese, hanno portato ad un incremento dei crediti non performanti. A queste si aggiunge una dolorosa sequenza di fallimenti e di perdita di posti di lavoro, a fondamento, oltre di una crescita dello *stock* dei prestiti deteriorati, di una contrazione dell'offerta di finanziamenti.

Questa situazione di difficoltà a carico degli intermediari si è diffusa rapidamente, culminando con il contagio dell'intero sistema finanziario. Siamo in presenza di una formazione di attività deteriorate che, a livello macroeconomico, «è andata ben oltre i limiti fisiologici (desumibili dalle prescrizioni della disciplina speciale) di una attività che si connota per l'assunzione di rischi, la cui prevenzione è al centro della sana e prudente gestione, cui il legislatore ha subordinato il corretto svolgimento della stessa»<sup>1</sup>.

L'aumento del rischio di credito in capo alle banche è stato causato, in primo luogo, dall'andamento negativo del ciclo economico, andando ad incidere sulla qualità generale del credito erogato. In secondo luogo, la mancanza di un'adeguata verifica del merito di credito degli affidati ha portato ad un aumento dei volumi dei fidi, con lo scopo di perseguire una politica di espansione delle quote del mercato, senza considerare l'effettiva solvibilità delle controparti<sup>2</sup>.

Le determinanti dell'aumento degli *NPLs* (*Non Performing Loans*) sono da tempo oggetto di studio da parte della letteratura accademica. I fattori che più incidono su di esse

---

<sup>1</sup> F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, p. 1.

<sup>2</sup> M. MARIANI, *Impresa, banche e rischio di credito. Tecniche innovative nella gestione dei non performing*, Milano, 2006, pp. 19-20.

sono di tipo macroeconomico, istituzionale e *bank specific*. Nel primo caso, si sottolinea come vi sia una correlazione tra *GDP (Gross Domestic Product)* e l'ammontare di *NPLs* nei bilanci delle banche. In particolare, durante le fasi di espansione economica, si evidenzia un aumento dei fidi concessi dagli intermediari, e, di conseguenza, in corrispondenza delle recessioni, un incremento dei crediti deteriorati, complice una ridotta attenzione al rischio creditizio in fase espansiva<sup>3</sup>.

Dal punto di vista dei fattori istituzionali, assume primaria rilevanza l'efficienza del sistema giudiziario nello Stato in cui l'intermediario opera, la quale incide sulla capacità di smaltimento degli *NPLs*. Infatti, i meccanismi di escussione dei crediti deteriorati e delle garanzie sono elementi centrali, che influiscono direttamente sulla possibilità per le banche di recuperare quante più attività non performanti possibili<sup>4</sup>.

Gli elementi *bank specific* riguardano le caratteristiche di un determinato intermediario, ovvero: redditività, capitalizzazione, diversificazione, dimensione, efficienza operativa e tipologia di controparti verso cui l'operatore è esposto.

Nonostante l'obiettivo delle autorità dell'Eurozona sia quello di attuare politiche economiche e creditizie atte a riportare la crescita economica ad un livello soddisfacente, il contesto europeo è ancora distante da una ripresa stabile e solida. Per questo motivo, negli ultimi anni, il tema dei crediti deteriorati è diventato di primaria importanza per autorità e operatori del settore, in quanto questo fenomeno ha rilevanza, oltre che per il singolo intermediario, anche a livello di intero sistema economico. A livello micro-prudenziale, infatti, una maggiore quantità di *NPLs*, e un conseguente aumento del rischio di credito sopportato dagli intermediari, richiede maggiori accantonamenti e capitale richiesto dalle autorità di vigilanza. L'incidenza di questi fattori nell'operatività delle banche ha portato ad un blocco dell'erogazione di nuovi finanziamenti, con gravi

---

<sup>3</sup> Ulteriori variabili incidono, in misura inferiore, sulla dinamica degli *NPLs*, tra cui: tasso di disoccupazione, inflazione, tassi di interesse, tassi di cambio, andamento del mercato azionario e prezzo degli immobili. In argomento si veda: M. COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Milano, 2018, pp. 17 ss.

<sup>4</sup> R. NATOLI, *L'escussione stragiudiziale accelerata delle garanzie reali nella proposta di direttiva sui crediti deteriorati (NPL)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, pp. 59 ss. È interessante rilevare come, nel sistema bancario in Italia, prima dell'entrata in vigore delle misure introdotte nel 2015 e 2016, atte a velocizzare le procedure esecutive, solo l'8 per cento delle operazioni completavano la fase di vendita entro un anno dall'avvio. In seguito alla riforma tale percentuale ha superato il 20 per cento. In argomento si veda: P. ANGELINI, *I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema*, in Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia al Convegno "*NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori*", Roma, 9 ottobre 2018.

conseguenze per la ripresa degli investimenti e, quindi, dell'economia in generale. Si comprende, dunque, l'esigenza di liberare gli intermediari dall'onere della presenza nel proprio bilancio dei crediti deteriorati, che impedisce agli stessi lo svolgimento della loro attività tipica e, di conseguenza, che preclude la possibilità di uscire dalla situazione di impasse in cui versa l'industria bancaria<sup>5</sup>.

Tuttavia, sebbene lo *stock* degli *NPLs* a livello europeo rimanga elevato rispetto a quello precrisi, esso ha subito una diminuzione. Il settore bancario europeo contava 989 miliardi di euro di crediti deteriorati alla fine del 2016, 815 miliardi di euro alla fine del 2017 e 779 miliardi di euro alla fine del 2018, ossia rispettivamente il 5,4 per cento, 4,1 per cento e 3,9 per cento del portafoglio prestiti complessivo<sup>6</sup>. La distribuzione dello stock di *NPLs* non è uniforme in tutti gli stati membri. Infatti, attualmente 12 di questi registrano un *NPL ratio*<sup>7</sup> superiore alla media, tra i quali: Grecia (con un *NPL ratio* attualmente al 42,1 per cento), Cipro (29,8 per cento) e Italia (8,7 per cento)<sup>8</sup>.

In Italia, in particolare, successivamente al picco di 341 miliardi di euro raggiunto a fine 2015, abbiamo assistito ad una fase di progressiva diminuzione dello *stock* di crediti deteriorati fino a raggiungere l'ammontare di 170 miliardi a luglio 2019, riduzione significativa dovuta soprattutto all'effetto dell'espansione del mercato secondario degli *NPLs* e delle cessioni degli stessi<sup>9</sup>.

Si procede, quindi, verso un "risanamento" dei bilanci degli intermediari, obiettivo primario delle autorità di vigilanza, le quali giocano un ruolo decisivo attraverso i provvedimenti messi in atto per favorire l'eliminazione delle posizioni deteriorate e, di conseguenza, una ripresa stabile del settore.

---

<sup>5</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 1.

<sup>6</sup> A. CAFARO, *Crediti deteriorati (NPL): l'evoluzione della regolamentazione è pienamente soddisfacente anche nell'ottica della preservazione del valore per il sistema paese?*, in *Riv. banc.*, 2019, n. 2-3, pp. 137 ss.

<sup>7</sup> L'*NPL ratio* è un indicatore calcolato come il rapporto tra l'ammontare complessivo dei crediti deteriorati e l'ammontare dei crediti verso la clientela.

<sup>8</sup> Dati aggiornati a settembre 2019, consultabili sul sito web: <https://www.ceicdata.com/en>.

<sup>9</sup> In secondo luogo, il calo dello stock di *NPLs* è riconducibile al miglioramento congiunturale e ad una serie di riforme volte a velocizzare le procedure di recupero ed esecutive. Inoltre, è necessario evidenziare un sensibile miglioramento della qualità delle basi analitiche, necessarie ai fini di una corretta valutazione del merito di credito delle controparti.

## 1.2 Il contesto di supervisione europea

In presenza di uno scenario come quello appena descritto, le autorità di vigilanza europee sono intervenute, attraverso numerosi provvedimenti, per velocizzare e rendere più efficiente lo smaltimento delle posizioni deteriorate presenti nei bilanci delle banche.

È necessario fare riferimento ad un contesto di regolamentazione e vigilanza armonizzato a livello europeo, attraverso il regolamento n. 575/2013 (*Capital Requirements Regulation*, CRR), la direttiva 2013/36/UE (*Capital Requirements Directive IV*, CRD IV) e gli interventi dell'European Banking Authority (EBA). Questo processo di armonizzazione è stato accompagnato da una serie di iniziative della Banca Centrale Europea, in particolar modo attraverso la produzione di strumenti sottoforma di *soft regulation*, in modo da fornire indicazioni e *best practice* alle banche per il rispetto delle aspettative di vigilanza<sup>10</sup>.

In particolare, nel 2017, la BCE ha emanato le “Linee guida sui crediti deteriorati”, contenente misure e processi per promuovere l'adozione, da parte degli intermediari, di un modello di gestione del credito deteriorato standardizzato e strutturato, che consenta una maggiore tempestività nell'effettuare gli accantonamenti e nell'eliminazione degli *NPLs*.

Nel 2018, inoltre, è stato pubblicato un “*Addendum to Guidance to banks on non performing loans*”, con lo scopo di completare le linee guida e di introdurre un sistema di svalutazioni automatiche guidate unicamente dal trascorrere del tempo<sup>11</sup>.

Di particolare importanza è stata l'entrata in vigore, nel 2018, del principio contabile IFRS9, la cui impostazione stabilisce che gli intermediari debbano effettuare rettifiche sui crediti in modo proporzionale all'aumento dei rischi. Nello specifico, tale principio si basa sul concetto di “perdita attesa” ed impone alle banche di adottare strumenti idonei finalizzati ad una sua stima, con riguardo all'intera durata della posizione creditoria<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> M. GIANNANTONIO, C. MUTTI, *I crediti deteriorati fra la prospettiva regolamentare e contabile: un'evidenza empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2018, III, p. 443 ss.

<sup>11</sup> M. GIANNANTONIO, C. MUTTI, *op. cit.*, p. 444. In particolare, ci si aspetta che gli intermediari coprano integralmente i crediti deteriorati, sorti successivamente al primo aprile 2018, in un periodo compreso tra due anni per quelli non garantiti e sette anni tra quelli garantiti. In argomento si veda: A. CAFARO, *op. cit.*, p. 142.

<sup>12</sup> Tra le conseguenze emerse dall'entrata in vigore di questo principio contabile vi è la possibile resistenza, da parte delle banche, a concedere credito a lungo termine. Infatti, nel caso in cui il debitore incorra in un periodo di temporanea difficoltà, la banca dovrà effettuare gli accantonamenti con riferimento all'intera vita residua del credito, senza considerare, invece, solo

Ci troviamo in presenza, dunque, di uno scenario in cui vi è una convergenza di fattori e strumenti di natura diversa, ai quali si affiancano le misure di politica monetaria adottate dalla BCE, con lo scopo comune di ridurre lo *stock* di *NPLs* nel sistema bancario, oltre a quello di impedirne un'ulteriore espansione<sup>13</sup>.

L'intervento dei regolatori è orientato a una revisione delle linee strategiche e del modello di *business* degli intermediari, in modo da integrare negli stessi i processi di gestione dei crediti deteriorati.

Tuttavia, la volontà di attuare una politica normativa di gestione degli attivi non performanti unitaria è contrastata dalle forti disomogeneità presenti nei vari sistemi bancari a livello nazionale. Innanzitutto, il livello dello *stock* di *NPLs* non è omogeneo nei vari stati membri. Nonostante il calo degli ultimi anni, infatti, è possibile distinguere, tra i Paesi Membri, tre aree: «una prima area virtuosa dove i crediti deteriorati rappresentano una percentuale non superiore al 3% del montante dei prestiti concessi. Una seconda area intermedia ove il fenomeno relativamente basso si è accentuato per effetto della crisi finanziaria. Una terza area ove la percentuale degli *NPL* supera il 10% dei crediti concessi»<sup>14</sup>.

In secondo luogo, prima dell'istituzione del Meccanismo di Vigilanza Unico e degli interventi dell'EBA, la regolamentazione a livello nazionale risultava estremamente eterogenea, soprattutto in tema di nozioni e classificazione dei crediti<sup>15</sup>.

Le disomogeneità appena descritte hanno portato, in passato, all'adozione di soluzioni, a livello nazionale, orientate a contrastare l'insolvenza e il deterioramento dei crediti degli intermediari mediante interventi pubblici<sup>16</sup>.

---

il periodo in cui l'azienda potrà avere difficoltà a adempiere ai propri impegni. In argomento si veda: F. DABBENE, M. ROBERTI VITTORY, *Gli impatti dell'Ifrs 9 sulle banche italiane e sul credito*, in *Bancaria*, 2017, p. 1 ss.

<sup>13</sup> F. CAPRIGLIONE, *Incidenza degli Npl sulla stabilità del sistema bancario*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, pp. 217 ss.

<sup>14</sup> F. SARTORI, *Sul "diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)": linee dell'evoluzione normativa*, in *Riv. dir. ban.*, 2018, p. 676.

<sup>15</sup> In argomento si veda: E. BECCALLI, E. COLETTI, C. SIMONE, *NPLs delle banche europee: determinanti macroeconomiche e di impresa*, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2015, pp. 3 ss. Consultabile in: [https://centridiricerca.unicatt.it/lam-OM\\_26giu.pdf](https://centridiricerca.unicatt.it/lam-OM_26giu.pdf).

<sup>16</sup> Si consideri, per esempio, il Regno di Svezia, che negli anni '90 istituì "Securum" e "Retriva", istituti pubblici aventi lo scopo di acquisire crediti deteriorati per favorire il risanamento del settore bancario nazionale. In altri stati, come Grecia e Irlanda, le misure si sono tradotte in riforme di interi settori, tra cui quello concorsuale e processuale.

Negli ultimi anni, con lo scopo di perseguire l'obiettivo di rafforzamento dell'Unione Bancaria Europea, abbiamo assistito ad una valorizzazione del libero mercato nel settore bancario, favorendo la concorrenza e limitando le misure di sostegno pubblico per l'eliminazione delle attività deteriorate. La creazione di un sistema di gestione delle crisi bancarie unico e stabile è stata perseguita attraverso la direttiva 2014/59/UE, ovvero la *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) e il regolamento UE n. 806/2014, *Single Resolution Mechanism* (SRM).

### 1.2.1 La definizione di credito deteriorato nell'attuale assetto regolamentare

La CRR e la CRD IV hanno introdotto un quadro regolamentare internazionale unico, prevedendo che la normativa di carattere tecnico fosse prodotta dall'EBA. L'*European Banking Authority*, quindi, è il soggetto deputato all'emanazione della legislazione secondaria. Il fine è quello di creare il c.d. *single rulebook*, un *corpus* unico di norme che assicurino condizioni di parità e tutela ai consumatori a livello europeo<sup>17</sup>.

A questo fine l'EBA ha pubblicato, nel 2014, il documento *Final draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposure*, mediante il quale sono state introdotte le definizioni armonizzate a livello europeo di *Non Performing Exposure* (NPE)<sup>18</sup>.

Precedentemente alla pubblicazione di questi *Implementing Technical Standards* (ITS), vi era una marcata differenza, a livello nozionale, tra i vari Stati Membri, dovuta soprattutto al disallineamento tra la normativa contabile, armonizzata a livello europeo, e la normativa prudenziale, emanata su base nazionale.

I *Non Performing Loans* si possono definire in generale come «*crediti problematici e di difficile riscossione e recupero*»<sup>19</sup>. Per la nozione di attività finanziaria deteriorata è necessario fare riferimento al regolamento di esecuzione (UE) 2015/227 della

---

<sup>17</sup> M. GIANNANTONIO, C. MUTTI, *op. cit.*, p. 443 ss.

<sup>18</sup> In Italia, gli *Implementing Technical Standards* sono stati recepiti dalla Banca d'Italia con il settimo aggiornamento della circolare n. 272 del 2008, risalente al 20 gennaio 2015, il quale ha riformulato la sezione "Qualità del credito" della matrice dei conti.

<sup>19</sup> A. MAZZA, G. MORRI, *Finanziamento immobiliare*, Milano, 2010, p. 328.

Commissione<sup>20</sup>, il quale afferma che «[...] sono considerate esposizioni deteriorate quelle che soddisfino uno qualsiasi dei seguenti criteri:

a) *Esposizioni rilevanti scadute da oltre 90 giorni;*

b) *È considerato improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l'escussione delle garanzie, indipendentemente dall'esistenza di importi scaduti o dal numero di giorni di arretrato.»<sup>21</sup>*

Lo stesso regolamento, nei punti successivi, richiama i principi della CRR e dell'IFRS 9, sottolineando che «*Le esposizioni che sono considerate in stato di default conformemente all'art. 178 del CRR e le esposizioni che hanno subito una riduzione di valore ai sensi della disciplina contabile applicabile sono sempre considerate esposizioni deteriorate [...]*». In questo modo la definizione di attività deteriorate presente negli *Implementing Technical Standards* viene allineata alla definizione prudenziale presente nella CRR e a quella contabile dell'IFRS 9.

Per delineare un quadro completo della nozione di *NPLs* è necessario, quindi, fare riferimento a diverse normative. In primo luogo, la CRR, all'art. 178, prevede la definizione di “esposizione in stato di *default*”, in particolare «*si considera intervenuto un default in relazione a un particolare debitore allorché si verificano entrambi gli eventi sottoindicati o uno di essi:*

a) *l'ente giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie verso l'ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni;*

b) *il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su una obbligazione creditizia rilevante verso l'ente, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni. Le autorità competenti possono sostituire il periodo di 90 giorni con uno di 180 giorni per le esposizioni garantite da immobili residenziali o da immobili non residenziali di PMI nella classe delle esposizioni al dettaglio, nonché per le esposizioni verso organismi del settore pubblico. Il periodo di 180 giorni non si applica ai fini dell'articolo 127»<sup>22</sup>.*

---

<sup>20</sup> Il presente regolamento va a modificare il regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014, che «*stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda le segnalazioni degli enti a fini di vigilanza conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio*».

<sup>21</sup> Tale definizione è contenuta nell'allegato V, riguardante le “Segnalazioni delle informazioni finanziarie”, nella seconda parte (“Istruzioni relative ai modelli”), al n. 145.

<sup>22</sup> Con riferimento alla situazione di “improbabile adempimento”, il paragrafo 3 dell'art. 178 elenca una serie di circostanze, le quali risultano indicative per definire questo evento. Tra queste

La definizione di “esposizione deteriorata” presente nel regolamento di esecuzione (UE) 2015/227 della Commissione si allinea, quindi, con quella di “esposizione in stato di *default*” della CRR. Infatti, in entrambe le normative, si fa riferimento all’improbabilità, per il debitore, di adempiere integralmente alle proprie esposizioni, senza l’escussione di eventuali garanzie, e alla presenza di esposizioni rilevanti scadute da oltre 90 giorni.

In secondo luogo, la categorizzazione come *non performing* può essere estesa anche alla definizione contenuta nei principi contabili internazionali. L’IFRS 9, infatti, afferma che «*L’attività finanziaria è deteriorata quando si sono verificati uno o più eventi che hanno un impatto negativo sui futuri flussi finanziari stimati dell’attività finanziaria. Costituiscono prove che l’attività finanziaria è deteriorata i dati osservabili relativi ai seguenti eventi:*

- a) significative difficoltà finanziarie dell’emittente o debitore;*
- b) una violazione del contratto, quale un inadempimento o una scadenza non rispettata;*
- c) per ragioni economiche o contrattuali relative alle difficoltà finanziarie del debitore, il creditore estende al debitore una concessione che il creditore non avrebbe altrimenti preso in considerazione;*
- d) sussiste la probabilità che il debitore dichiari fallimento o altre procedure di ristrutturazione finanziaria;*
- e) la scomparsa di un mercato attivo di quell’attività finanziaria dovuta a difficoltà finanziarie; o*
- f) l’acquisto o la creazione dell’attività finanziaria con grossi sconti che riflettono le perdite su crediti sostenute. [...]»<sup>23</sup>.*

Ci si riferisce, segnatamente, a difficoltà finanziarie del debitore, violazioni del contratto in essere tra creditore e debitore, come, per esempio, il mancato pagamento di una quota capitale o degli interessi, la probabile dichiarazione di fallimento o altre procedure concorsuali, ovvero situazioni che portano ad una diminuzione del valore

---

figurano: l’inclusione del credito nella categoria delle sofferenze, la rettifica del valore dei crediti conseguentemente ad un significativo scadimento del credito, la presenza di una perdita economica significativa, la decisione di ricorrere ad una ristrutturazione onerosa del credito, la presentazione di istanza di fallimento (o di una procedura analoga) per il debitore.

<sup>23</sup> Tale definizione è contenuta nei principi contabili IFRS 9, all’Appendice A (“Definizione dei termini”), alla voce “attività finanziaria deteriorata”. Essa riprende parte della nozione contenuta nel principio Ias 39, in vigore precedentemente all’IFRS 9.

dell'attività finanziaria considerata e di conseguenza alla classificazione dell'esposizione come "deteriorata".

Si può affermare che gli eventi indicati sono comparabili a quelli previsti dall'art. 178 della CRR e a quelli contenuti al n. 145 del regolamento di esecuzione (UE) 2015/227 della Commissione, giungendo, quindi, ad un concetto condiviso a livello prudenziale, segnaletico e contabile della nozione di credito deteriorato, con lo scopo di emanare regole e prassi omogenee a livello europeo.

### *1.2.2 La classificazione del credito deteriorato*

Un'efficiente classificazione del credito deteriorato è indispensabile ai fini prudenziali. In primo luogo, le autorità di vigilanza devono essere in grado di valutare la capacità dell'intermediario di effettuare una corretta analisi del merito di credito degli affidati e della sua stabilità, misurata dall'ammontare delle sofferenze presenti nel patrimonio. In secondo luogo, una corretta classificazione consente l'adozione della soluzione di gestione dei crediti deteriorati la più coerente possibile con la situazione di difficoltà della banca.

Per "crediti *non performing*" si intende un aggregato di crediti "problematici", che vengono suddivisi in diverse categorie a seconda del grado di patologia sottesa<sup>24</sup>.

Prima dell'entrata in vigore dei principi contabili IFRS 9, la classificazione prevedeva quattro possibili categorie di crediti problematici: sofferenze, esposizioni ristrutturate, incagli ed esposizioni scadute<sup>25</sup>. Oggi queste sono state ridotte a tre: Sofferenze, Inadempienze Probabili, Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate.

Le prime sono considerate «*il complesso delle esposizioni creditizie per cassa e "fuori bilancio" nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca. Sono escluse le esposizioni la cui situazione di anomalia sia riconducibile a profili attinenti al rischio Paese*»<sup>26</sup>. Il giudizio

---

<sup>24</sup> M. MARIANI, *op. cit.*, p. 13.

<sup>25</sup> Per la definizione delle categorie elencate, si rinvia a: Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2014, n. 2, p. 28.

<sup>26</sup> Sono inclusi anche: le esposizioni nei confronti degli enti locali in stato di dissesto finanziario, i crediti acquistati da terzi aventi come creditori principali soggetti in sofferenza e «*le esposizioni nei confronti di soggetti per i quali ricorrono le condizioni per una loro classificazione fra le*

in ordine alla “sofferenza” non si riferisce al singolo rapporto, bensì alla complessiva situazione finanziaria del debitore<sup>27</sup>. In questo caso non vi sono sostanziali differenze rispetto alla precedente definizione.

Con l'introduzione dei nuovi principi contabili internazionali, è stata introdotta la nozione di “Inadempienze Probabili” (*Unlikely To Pay, UTP*), che si presta a soppiantare la figura degli “Incagli”<sup>28</sup>. Nello specifico, un'esposizione viene classificata in tale categoria nel caso in cui la banca giudichi improbabile che «*senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie. Tale valutazione va operata in maniera indipendente dalla presenza di eventuali importi (o rate) scaduti e non pagati*»<sup>29</sup>. In questo caso, non si parla di mancato rimborso, ma della sussistenza di elementi che possano portare la banca a valutare l'esposizione in una situazione di rischio di inadempimento del debitore. L'elemento qualificante, dunque, è il giudizio che deve compiere la banca, senza l'utilizzo di automatismi, in seguito alla valutazione del rischio di credito del soggetto affidato<sup>30</sup>. In particolare, la banca potrebbe considerare un credito come “Inadempienza Probabile” anche senza la sussistenza di indizi espliciti di anomalia (come, per esempio, il mancato pagamento della quota capitale), nel momento in cui vi sia il rischio di futuro inadempimento del debitore.

Si considerano, quindi, «*tutti quei crediti formalmente integri ma che presentano intrinsecamente un elevato grado di rischio poiché il loro adempimento risulta improbabile*»<sup>31</sup>.

---

*sofferenze e che presentano una o più linee di credito che soddisfano la definizione di “Non performing exposure with forbearance measures” di cui all'Allegato V, Parte 2, paragrafo 262 degli ITS». Circolare Banca d'Italia n. 272 del 2008 – decimo aggiornamento del 28 dicembre 2017, B.7.*

<sup>27</sup> F. SARTORI, *op. cit.*, p. 675.

<sup>28</sup> La categoria degli “Incagli” era identificata attraverso l'incapacità del debitore di adempiere ai propri obblighi secondo i termini prestabiliti e rappresentava una forma di anomalia che poteva comportare perdite, ma che era connessa alla reversibilità della crisi del soggetto affidato. Genericamente il ritardo dei pagamenti era identificato in un periodo superiore ai 90 giorni.

<sup>29</sup> Circolare Banca d'Italia n. 272 del 2008 – decimo aggiornamento del 28 dicembre 2017, B.7.

<sup>30</sup> M. COTUGNO, *Credito non performing e forborne exposure: Nuove regole e implicazioni gestionali*, in *Bancaria*, 2016, n. 6, pp. 78 ss.

<sup>31</sup> P. MESSINA, *Unlikely to pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, pp. 190 ss.

Infine, vi sono le “Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate”, ovvero quelle «*esposizioni creditizie per cassa, diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili, che, alla data di riferimento della segnalazione, sono scadute o sconfinanti*»<sup>32</sup>. Siamo di fronte ad una categoria che ha natura residuale, infatti accorpa le esposizioni che, alla data della segnalazione all’Autorità di vigilanza, risultano scadute e/o sconfinati, da almeno novanta giorni, e non vengono comprese nelle due categorie precedenti<sup>33</sup>.

La classificazione appena analizzata è stata introdotta in Italia attraverso il decimo aggiornamento della Circolare di Banca d’Italia n. 272 del 2008, portando una netta distinzione tra “sofferenze (*NPLs*)” e “inadempienze probabili (*UTP*)”. Infatti, se negli *NPLs* l’insolvenza del debitore ha già determinato la cessazione del rapporto giuridico con la banca, negli *UTP* il rapporto giuridico è ancora attivo e l’insolvenza del soggetto affidato è solo potenziale. Si parla, quindi, di potenziali sofferenze.

Al di fuori della normativa italiana, le regolamentazioni degli altri Stati Membri non compiono una differenziazione delle nozioni di attività deteriorate. Gli interventi delle autorità di vigilanza europee, infatti, sono volti esclusivamente a fornire una definizione armonizzata di *Non Performing Exposure (NPE)*<sup>34</sup>, la quale racchiude le categorie individuate dall’ordinamento italiano.

Nonostante la sostanziale differenza tra *NPLs* e *UTP*, a livello sovranazionale le autorità preposte utilizzano le due sigle come fossero sinonimi. Infatti, le Linee Guida per le banche sui crediti deteriorati, emanate dalla BCE, utilizzano il termine “*NPLs*” e lo applicano, sotto il profilo tecnico, a tutte le esposizioni deteriorate<sup>35</sup>.

Ai fini del presente lavoro, vista l’analogia delle soluzioni adottate per la gestione dei vari tipi di esposizione, i termini “*Non Performing Loans*” e “*Non Performing Exposure*” verranno considerati sinonimi.

---

<sup>32</sup> Circolare Banca d’Italia n. 272 del 2008 – decimo aggiornamento del 28 dicembre 2017, B.9.

<sup>33</sup> In particolare, alla data della segnalazione, l’esposizione complessiva nei confronti di un debitore va rilevata come scaduta e/o sconfinante solamente qualora il maggiore tra la media delle quote scadute e/o sconfinanti rilevate su base giornaliera nell’ultimo trimestre e la quota scaduta e/o sconfinante riferita alla data della segnalazione, sia pari o superiore al 5 per cento. F. SARTORI, *op. cit.*, p. 676.

<sup>34</sup> Per la definizione di “*Non Performing Exposure*” si rimanda alla definizione di attività finanziaria deteriorata al paragrafo 1.2.1.

<sup>35</sup> P. MESSINA, *op. cit.*, p.194.

### 1.3 Le strategie di gestione dei crediti deteriorati

Il peso di ingenti attività finanziarie deteriorate, oltre a compromettere la stabilità generale del sistema finanziario, impatta sulla redditività dei singoli intermediari. Esse, infatti, generano sia “costi finanziari”, dovuti alle rettifiche effettuate al valore dei crediti stessi, che “costi operativi”, derivanti dalle spese legali e amministrative legate al recupero e alla gestione delle esposizioni considerate in deterioramento. Inoltre, viene imposto alle banche di accantonare quote di capitale a copertura di eventuali perdite a cui potrebbero dover far fronte, con una conseguente diminuzione della capacità di espandere i volumi operativi e un innalzamento del costo della raccolta<sup>36</sup>.

Sorge, quindi, la necessità, per gli istituti finanziari, di ridurre lo stock di *NPLs*, attraverso delle politiche di gestione rapide ed efficaci.

La categoria dei crediti deteriorati comprende al suo interno esposizioni che presentano un diverso grado di rischio. Oltre alla suddivisione tra Sofferenze, Inadempienze Probabili, Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate, le quali potrebbero essere, a loro volta, oggetto di rinegoziazione e ristrutturazione (*Non Performing Forborne*), si può distinguere tra affidamenti assistiti da garanzie reali o personali e prestiti non garantiti. E ancora, gli affidamenti potrebbero essere suddivisi in base alla tipologia delle controparti, le quali potrebbe essere imprese (altresì divise in piccole medie o grandi) o persone fisiche. Le caratteristiche dell'attività deteriorata, quindi, influiscono sulla scelta della soluzione di gestione più efficace ed efficiente.

A questo fine, la banca dovrà tenere in considerazione le proprie caratteristiche. Infatti, fattori come la dimensione, l'assetto organizzativo, la disponibilità di risorse umane, l'incidenza della tecnologia per la gestione del *set* informativo, incidono sull'esito della strategia messa in atto.

In secondo luogo, è indispensabile valutare l'efficienza del mercato secondario degli *NPLs*. Attualmente, nel contesto europeo, vi sono Stati Membri in cui tale mercato risulta più sviluppato rispetto ad altri, nonostante gli interventi delle autorità di vigilanza per favore l'accesso allo stesso. Gli intermediari sono chiamati a valutare la propria capacità di attirare potenziali investitori e di trattare dei prezzi ragionevoli per la cessione del

---

<sup>36</sup> P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. GASPARINI, L. NIERI, *La gestione dei crediti deteriorati: un'analisi delle principali soluzioni*, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2015, pp. 46 ss.

portafoglio dei crediti deteriorati, stimando a quali condizioni questi possano essere alienati al mercato, in modo da valutarne la convenienza rispetto ad altri tipi di strategie<sup>37</sup>.

Una volta considerati questi fattori, le soluzioni gestionali a cui l'intermediario potrebbe ricorrere sono: il mantenimento in bilancio del credito deteriorato, con la conseguente gestione dello stesso da parte della banca o di una società specializzata, e la cessione dell'esposizione con la cancellazione della stessa dal bilancio.

Nel caso del mantenimento in bilancio degli *NPLs*, chiamata anche strategia “*on balance*”, il rapporto tra il debitore e l'istituto continua. La banca dovrà, innanzitutto, dotarsi delle risorse, economiche e umane, per il governo del rapporto stesso, ovvero delle strutture organizzative dedicate. Tale strategia, a fronte di tempi di recupero più lunghi, consente un maggior tasso di rendimento, a «favore della possibilità di non disperdere l'effettivo valore estraibile nelle singole posizioni a favore di investitori terzi»<sup>38</sup>.

Qualora la banca decida di gestire internamente i crediti deteriorati, attraverso delle cosiddette “*NPLs unit*” dedicate, dotate di specifiche risorse e procedure, essa dovrà analizzare le caratteristiche di ogni singolo credito appartenente al portafoglio dei crediti deteriorati ed in seguito valutare la corretta procedura da utilizzare<sup>39</sup>. In questo caso la banca potrà definire una propria strategia autonomamente e coerentemente con le politiche creditizie perseguite.

Nel caso in cui, però, l'intermediario non sia dotato, al suo interno, dei sistemi organizzativi necessari alla gestione del credito deteriorato, esso potrebbe optare per la possibilità di esternalizzare il processo ad una società specializzata (chiamata *servicer*), finalizzata al recupero del credito. La gestione in *outsourcing* del portafoglio degli *NPLs* consente, innanzitutto, di ridurre significativamente i costi fissi. La società *servicer*, inoltre, è in grado di ottenere delle performance migliori in fase di recupero, grazie al maggiore grado di specializzazione e ad una struttura di remunerazione in grado di

---

<sup>37</sup> L. COSENTINO, D. PREVITALI, *Modalità di gestione del credito deteriorato e sviluppo del mercato NPL in Italia*, in *Banche e banchieri*, 2016, p. 156 ss.

<sup>38</sup> Ci si riferisce alla possibile dispersione di valore nel caso in cui si utilizzasse un approccio meramente statistico, utilizzato soprattutto dalle società cessionarie, senza considerare le peculiarità del singolo rapporto e l'eventuale presenza di garanzie accessorie. P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. GASPARINI, L. NIERI, *op. cit.*, p. 47.

<sup>39</sup> Tra le procedure in questione vi potrebbero essere anche quelle legali nei confronti del debitore. Molto spesso, però, per evitare l'estinzione del rapporto con la clientela, l'istituto di credito opta per soluzioni alternative, qualora la difficoltà risulti solo temporanea. Tra queste potrebbe esservi, per esempio, una dilatazione dei tempi di rientro del prestito, la richiesta di ulteriori garanzie, ovvero la promozione di piani di ristrutturazione.

allineare gli interessi della banca e del *servicer*<sup>40</sup>. Allo stesso tempo, però, l'ausilio di imprese esterne richiede alla banca di dotarsi di strumenti di monitoraggio sulla gestione in *outsourcing* del portafoglio, affinché si possa vigilare sull'operatività, sul perseguimento degli obiettivi e delle strategie prestabilite.

In alternativa alle soluzioni “*on balance*”, appena descritte, l'intermediario potrebbe preferire la cessione del portafoglio di crediti deteriorati e la loro conseguente cancellazione dal bilancio dello stesso. Tale strategia può essere implementata tramite differenti modalità, come la cessione di crediti *ex art. 58* del d.lgs. 385/1993 (Testo Unico Bancario), ovvero attraverso operazioni di cartolarizzazione delle esposizioni stesse, disciplinate dalla l. 130/1999<sup>41</sup>. Questa operazione, chiamata anche “*off balance*”, comporta, in primo luogo, la definitiva cessione dei rischi e dei benefici riconducibili al portafoglio ceduto, con la relativa eliminazione dal bilancio delle poste alle quali erano associate elevate ponderazioni per gli accantonamenti e la determinazione dei requisiti minimi patrimoniali, portando, così alla “liberazione” di capitale. In secondo luogo, l'operazione in esame consente di ottenere un aumento di liquidità, dovuto alla remunerazione della cessione. Questi benefici consentono la concessione di nuovi prestiti che, a differenza di quelli *non performing*, producono redditività derivante dai flussi di interessi.

A fronte di ciò, il punto critico delle strategie “*off balance*” riguarda la divergenza tra il valore netto dell'esposizione iscritto a bilancio e il valore di mercato, la quale potrebbe provocare gravosi oneri in capo alle banche, con ripercussioni sulla capacità di rispettare i requisiti patrimoniali imposti dalle autorità di vigilanza<sup>42</sup>.

Tra le strategie gestionali percorribili, è possibile individuare soluzioni cosiddette “*on balance miste*”: si trattano di soluzioni che consentono la cessione dei crediti non performanti a società in cui la banca possiede quote di controllo. Si formano così delle vere e proprie *joint venture* con altri *partner* finanziari, che consentono una

---

<sup>40</sup> Le società specializzate nel recupero dei crediti deteriorati non operano con riguardo a tutte le *asset class*, bensì sono a loro volta specializzate in diverse categorie di credito, come, per esempio: fidi a imprese, a clienti *retail*, crediti garantiti da ipoteca o chirografari. La banca, nell'elaborazione della strategia ottimale, deve, quindi, considerare anche la selezione del *servicer* più adeguato al proprio portafoglio di attività *non performing*.

<sup>41</sup> M. COTUGNO, *op. cit.*, p. 90.

<sup>42</sup> P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. GASPARINI, L. NIERI, *op. cit.*, p. 50.

*derecognition*<sup>43</sup> parziale delle esposizioni, con una conseguente liberazione di risorse patrimoniali e una condivisione dei profitti.

Nel corso degli ultimi anni, complice anche uno studio del Fondo Monetario Internazionale<sup>44</sup>, il dibattito sulla scelta delle soluzioni ottimali di gestione e riduzione dell'influenza dei crediti deteriorati nei bilanci bancari si è intensificato. Per questo motivo, accanto alle strategie di smobilizzo e di ristrutturazione messe in piedi individualmente dagli intermediari, le singole istituzioni nazionali, ma anche quelle europee, hanno proposto l'adozione di soluzioni sistema per la ristrutturazione del settore bancario.

---

<sup>43</sup> Ai fini del presente lavoro, per “*derecognition*” si intende l’eliminazione di una posta di bilancio dallo stato patrimoniale, per esempio attraverso una cessione, che comporti il trasferimento di tutti i rischi e i benefici dell’attività finanziaria oggetto di cancellazione.

<sup>44</sup> In argomento si veda: N. JASSAUD, K. KANG, *A strategy for Developing a Market for Non Performing Loans in Italy*, IMF, Working paper n. 15/24.



## Capitolo II

### La cessione degli *NPLs* ai “fondi comuni di ristrutturazione”

#### 2.1 Il mercato degli *NPLs*

Successivamente al picco raggiunto nel 2015, negli anni successivi il mercato finanziario ha assistito ad una progressiva riduzione dello *stock* di *NPLs*. Tale diminuzione riflette in gran parte, oltre al miglioramento congiunturale a livello europeo, le operazioni di cessione sul mercato e di cartolarizzazione. Negli ultimi anni, infatti, il sistema economico-finanziario ha assistito ad una lenta crescita del mercato dei crediti deteriorati, nel quale gli intermediari finanziari possono cedere le loro esposizioni non performanti, raggiungendo la cifra record di 200 miliardi di euro di *NPLs* ceduti a fine 2018<sup>45</sup>.

Complice di questa crescita è stato, in primo luogo, il sensibile miglioramento della qualità delle basi informative, riguardanti i portafogli di crediti, possedute dalle banche, indispensabili, oltre che per la gestione, ai fini della cessione degli stessi. Il prezzo di cessione, infatti, può variare in modo significativo in base ai dati messi a disposizione dalla banca cedente<sup>46</sup>.

In secondo luogo, è da registrare la progressiva specializzazione di alcuni intermediari in questo segmento di mercato. Una volta acquistati gli attivi deteriorati, questi svolgono l'attività di gestione (*servicing*) a seconda del tipo di specializzazione adottato (ad esempio: crediti al consumo o alle imprese, crediti garantiti o non garantiti), con l'obiettivo di valorizzare il portafoglio ceduto e accelerarne il processo di recupero. Tuttavia, l'attrattiva del settore non riguarda solo le banche: anche tra gli intermediari finanziari non bancari si è registrato un certo fermento, tanto da rilevare che «*alla fine del 2017 operavano nell'acquisto e nel recupero degli NPL 16 intermediari specializzati iscritti nell'Albo ex art. 106 del TUB (di cui 4 appartenenti a gruppi bancari), 10 in più*

---

<sup>45</sup> DELOITTE (2019), *Deleveraging Europe*, disponibile a <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-deleveraging-europe-2019.pdf>.

<sup>46</sup> In Italia, a questo proposito è intervenuta l'Autorità di vigilanza, attraverso la richiesta di una periodica segnalazione dettagliata sulle esposizioni in sofferenza, l'ultima risalente al febbraio 2017.

*rispetto all'anno precedente*»<sup>47</sup>. Inoltre, negli ultimi anni, si è sviluppato il segmento dei fondi di investimento operanti nel settore degli *NPLs*: in Italia, per esempio, se durante la crisi il numero di fondi era esiguo, a fine 2018, si potevano contare 21 fondi di credito, per un patrimonio investito in crediti deteriorati pari a circa tre miliardi<sup>48</sup>.

Da rilevare, infine, la presenza, nel mercato italiano, di società specializzate nella gestione di operazioni di cartolarizzazione degli *NPLs*, di soggetti non vigilati, tra cui fondi di investimento esteri, presenti in Italia per compiere esclusivamente attività di investimento, senza commercializzare i propri servizi, e di società che svolgono attività di recupero crediti (ai sensi dell'art. 115 del Testo unico delle leggi di pubblica sicurezza).

Nonostante l'aumento delle operazioni di cessione, il mercato degli *NPLs* è ancora lontano dall'essere maturo. Il lento avvio delle cessioni è dovuto, soprattutto, all'inefficienza delle negoziazioni tra le banche e i *servicer*. Secondo uno studio della Banca d'Italia, infatti, «una delle ragioni del mancato sviluppo in Italia di un mercato secondario dei prestiti deteriorati è il permanere di una differenza significativa tra il valore di bilancio di tali attivi e i prezzi offerti dagli investitori [...]»<sup>49</sup>. Questo cosiddetto “*pricing gap*” è, dunque, valutato tenendo conto dei prezzi ai quali i crediti vengono ceduti a degli acquirenti, considerati oligopolistici, e del valore delle poste iscritte nel bilancio delle banche<sup>50</sup>.

Causa principale della differenza tra domanda e offerta è soprattutto la lunghezza dei tempi di recupero dei crediti, i quali sono influenzati, *in primis*, dalla carenza di efficienza nella gestione degli stessi da parte dell'intermediario. Proprio per questo, per incentivare il ricorso alla cessione, le banche dovrebbero puntare sull'efficientamento dei processi organizzativi interni di gestione, nonché sull'eliminazione delle asimmetrie informative che rendono il mercato inefficiente.

---

<sup>47</sup> P. ANGELINI, *op. cit.*, p. 6.

<sup>48</sup> P. ANGELINI, *op. cit.*, p. 6.

<sup>49</sup> BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, Roma, 31 maggio 2016, p. 144, in [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2015/rel\\_2015.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2015/rel_2015.pdf).

<sup>50</sup> Il divario medio tra il valore iscritto a bilancio e il prezzo cui gli investitori sono disposti all'acquisto è stimato tra il 20 e il 30 per cento. Tale stima è rappresentativa, in quanto nel mercato i prestiti sono molto eterogenei quanto a tipologia, garanzie e livello di svalutazione. In argomento si veda: M. T. MAGGIOLINO, *La garanzia dello stato sulla cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, pp. 104 ss.

Altro elemento critico, che incide sulla capacità di recupero, è senz'altro la lentezza del sistema giudiziario di ciascun paese. Questo, infatti, da un lato è direttamente correlato all'accumulo dei crediti deteriorati, mentre dall'altro incide sulla loro cessione, pregiudicandone la circolazione nel mercato secondario<sup>51</sup>. Da questo punto di vista, in Italia, le autorità si sono mosse per accelerare i tempi di recupero dei crediti, attraverso il d.l. 59/2016 (“Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali, nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione”), e per efficientare le procedure concorsuali ed esecutive sulle esposizioni, varando il d.l. 83/2015 (“Misure urgenti in materia fallimentare, civile e processuale civile e di organizzazione e funzionamento dell'amministrazione giudiziaria”).

Infine, dal lato delle tecniche di mercato, si è osservato un incremento delle cartolarizzazioni, mediante l'avvio di un sistema che ha semplificato e reso più trasparenti e comparabili queste operazioni, il tutto supportato dal ricorso a garanzie rilasciate da terzi ovvero mediante la Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS), una forma di tutela statale in caso di insolvenza dei crediti deteriorati cartolarizzati<sup>52</sup>.

Le misure volte alla riduzione del *pricing gap* e quelle per favorire la circolazione dei crediti deteriorati, stanno incentivando l'avvio del mercato secondario dei crediti anomali. Un mercato che consenta lo scambio a prezzi non penalizzanti per gli operatori risulta indispensabile, non solo per il singolo intermediario, ma per l'intero sistema finanziario nel suo complesso.

## 2.2 La cessione dei crediti deteriorati

Come definito in precedenza, i *Non Performing Loans* sono attività che non riescono più a ripagare il capitale e i rispettivi interessi: sono perciò dei crediti incerti sia dal punto di vista della scadenza che dell'entità dell'esposizione. Al fine di smobilizzare tale categoria di crediti, parallelamente alle strategie di gestione interna del processo di recupero, gli intermediari devono valutare anche la cessione al mercato<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> R. NATOLI, *op. cit.*, p. 61. In argomento si veda G. O. IANNOTTA, L. LEUCI, M. ORIANI, *Crediti deteriorati e normativa sulla crisi d'impresa*, in *Osservatorio Monetario*, 2015, p. 25 ss.

<sup>52</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 29.

<sup>53</sup> A. MALINCONICO, F. PARENTE, *Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*, in *Bancaria*, 2017, n. 5, pp. 64 ss.

L'operazione in questione presenta a sua volta diversi tipi di soluzioni, che si suddividono tra loro in base al grado di complessità che le caratterizzano. Nel complesso si può distinguere tra cessioni che implicano la *derecognition* delle attività ovvero quelle operazioni che, nonostante la cessione, comportano il mantenimento di determinati effetti economici in capo alla banca cedente.

La soluzione più semplice rimane, senz'altro, la cessione dell'intero portafoglio dei crediti ad altre banche, intermediari o operatori specializzati nel recupero crediti. Tuttavia, negli ultimi anni, si sono sviluppate operazioni più articolate giuridicamente, come il ricorso alla cartolarizzazione o a fondi particolari, che prevedono la ripartizione del rischio tra diversi istituti. Inoltre, con riguardo ai gruppi di maggiori dimensioni, abbiamo potuto assistere alla creazione di società, le cosiddette *bad banks*, a cui uno o più intermediari finanziari hanno ceduto i propri crediti deteriorati ai fini della loro gestione.

Come sottolineato nel precedente paragrafo, punto critico della cessione degli *NPLs* è il *pricing gap* che si viene a formare tra domanda e offerta. Per questo motivo, nel processo di negoziazione tra le parti, per arrivare ad un accordo, assume rilevanza la fase di *due diligence*, vale a dire il processo di raccolta e analisi dei dati, che ha lo scopo di creare un quadro d'insieme comprendente tutte le informazioni utili ai fini della valutazione del rischio di credito del portafoglio oggetto di cessione.

A questo fine, per prima cosa, la banca deve fornire i dati oggettivi in proprio possesso: dal credito aggiornato, alla distinzione tra capitale e interessi; dalla tipologia di credito, alla data del passaggio a sofferenza; dal tipo di garanzia all'eventuale presenza di procedure concorsuali sul credito stesso. Successivamente i potenziali investitori confrontano tali dati con le informazioni interne al fine di elaborare una stima iniziale del prezzo di acquisto<sup>54</sup>.

In molti casi le banche possiedono sistemi informativi di una carenza tale da non consentire lo svolgimento di una corretta e rapida fase di *due diligence*, portando alla stima di un prezzo che non rispecchia il rischio effettivo delle esposizioni oggetto di cessione. Per questo motivo la gestione del processo di vendita è di particolare rilevanza: la trasparenza delle informazioni e delle operazioni riduce le asimmetrie informative, aumentando, di conseguenza, la competizione tra i potenziali investitori e il prezzo di cessione delle attività.

---

<sup>54</sup> A. MALINCONICO, F. PARENTE, *op. cit.*, p. 74.

Per quel che riguarda i profili giuridici della cessione, in particolare nell'ordinamento italiano, l'art. 58 T.U.B. può essere considerato la norma di riferimento per disciplinare le tecniche di cessione previste dal mercato. In proposito, pur essendovi diverse forme di smobilizzo e gestione dei crediti, la ricaduta nel perimetro della disposizione normativa in questione appare del tutto naturale. In questo modo, infatti è possibile soddisfare due esigenze distinte e complementari: «a) *ricomprensione delle operazioni di cessione nell'ambito del controllo dell'autorità di vigilanza*; b) *facilitare la realizzazione degli effetti della cessione mediante la semplificazione degli adempimenti, soprattutto nei riguardi dei debitori ceduti*»<sup>55</sup>.

### 2.2.1 La cessione dei rapporti giuridici ex art. 58 T.U.B.

Gli intermediari finanziari ricorrono sempre più frequentemente alla tipologia di cessione prevista dall'art. 58 T.U.B. per vendere al mercato secondario i propri *NPLs*.

La disposizione in questione è frutto di un'evoluzione normativa che nasce dalle vecchie norme della legge bancaria del '36, le quali riferivano l'oggetto della regolamentazione, sostanzialmente, al trasferimento di sedi e filiali bancarie da un'azienda di credito ad un'altra<sup>56</sup>. In seguito alla liberalizzazione degli accessi al mercato e con l'avvento del Testo Unico Bancario la fattispecie è stata ampliata fino a ricomprensione ulteriori ipotesi di cessione di rapporti giuridici, oltre all'estensione della possibilità di cessione di rapporti giuridici individuabili in blocco anche a intermediari non bancari.

L'art. 58 si caratterizza per la duplicità delle finalità conseguite: in primo luogo, il suo scopo è quello di evitare che, per effetto di operazioni di “accorpamento”, le banche e gli

---

<sup>55</sup> G. GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, in *Diritto bancario.it*, 04 luglio 2019, p. 18. Consultabile in: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/gallo\\_g.\\_i\\_crediti\\_deteriorati.\\_tecniche\\_di\\_gestione\\_negoziale\\_cessione\\_e\\_ristrutturazione\\_2019\\_0.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/gallo_g._i_crediti_deteriorati._tecniche_di_gestione_negoziale_cessione_e_ristrutturazione_2019_0.pdf).

<sup>56</sup> La disciplina presente nella l. banc. si inseriva perfettamente nel modello, sostanzialmente chiuso, vigente all'epoca, nel quale il trasferimento di sportelli e la “sostituzione nell'esercizio di una sede o filiale” rappresentavano, per gli intermediari, l'unica via percorribile per espandere la propria operatività. In argomento di veda: P. MASI, *Commento all'art. 58*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2012, p. 726 ss; M. PERRINO, *Commento all'art. 58*, in *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. COSTA, Torino, 2013, I, p. 663 ss; D. VATTERMOLI, *articolo 58*, in *Testo Unico Bancario, Commentario*, a cura di M. PORZIO, F. BELLÌ, G. LOSAPPIO, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, Milano, 2010, p. 518 ss.

altri intermediari subiscano uno sbilancio patrimoniale o vengano a detenere un riassetto tecnico tale da costituire un pericolo per la sana e prudente gestione degli stessi<sup>57</sup>. In secondo luogo, vi è quello di favorire, rispetto al diritto comune, i trasferimenti “aggregati” di rapporti giuridici, i quali rivestono un ruolo importante per il sistema bancario, in quanto, una loro agevolazione potrebbe comportare effetti positivi per la concorrenza nel settore.

Con riferimento alla prima finalità, è necessario sottolineare come l’operazione oggetto di disciplina sia in grado di incidere negativamente sulla sana e prudente gestione della banca, tanto da rendere necessario l’intervento dell’Autorità di vigilanza. Il primo comma, infatti, dispone: «*La Banca d’Italia emana istruzioni per la cessione a banche di aziende, di rami d’azienda, di beni e rapporti giuridici individuabili in blocco. Le istruzioni possono prevedere che le operazioni di maggiore rilevanza siano sottoposte ad autorizzazione della Banca d’Italia*». Per la cessione di rapporti giuridici, quindi, la norma prevede un rinvio alle Istruzioni per gli aspetti riguardanti il procedimento da seguire per il trasferimento, con la possibilità, per le stesse, di richiedere un’autorizzazione dell’Autorità di vigilanza per le operazioni di maggiore rilevanza<sup>58</sup>, alla quale viene, dunque, attribuito un ruolo regolamentare<sup>59</sup>.

Con riguardo alla seconda finalità, è possibile rilevare come l’art. 58 T.U.B. consenta di semplificare i profili esecutivi dell’operazione. In particolare, il quarto comma prevede che «*nei confronti dei debitori ceduti gli adempimenti pubblicitari previsti dal comma 2 producono gli effetti indicati dall’articolo 1264 del codice civile*»<sup>60</sup>. A sua volta il secondo comma afferma: «*la banca cessionaria dà notizia dell’avvenuta cessione*

---

<sup>57</sup> D. VATTERMOLI, *op. cit.*, p. 519.

<sup>58</sup> Per quel che riguarda le operazioni di maggiore rilevanza, le Istruzioni stabiliscono la soglia oltre la quale la cessione dei rapporti giuridici individuabili in blocco viene assoggettata ad autorizzazione da parte della Banca d’Italia. In particolare, quest’ultima scatta nel caso in cui «*la somma delle attività e delle passività oggetto della cessione supera il 10% del patrimonio di vigilanza della banca cessionaria*», ovvero in tutti i casi in cui «*il margine patrimoniale di una banca o del gruppo bancario di appartenenza sia nullo o negativo*».

<sup>59</sup> In particolare, risultano applicabili le regole contenute nel Titolo III, Cap. 5, delle Istruzioni di Vigilanza per le banche. Per le cessioni di minore rilevanza, vi è l’obbligo, per la banca cessionaria, di rendere noti gli «*elementi distintivi che consentano l’individuazione dell’oggetto della cessione*».

<sup>60</sup> La norma contenuta all’art. 1264 c.c. afferma: «*la cessione ha effetto nei confronti del debitore ceduto quando questi l’ha accettata o quando gli è stata notificata*».

*mediante iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana. La Banca d'Italia può stabilire forme integrative di pubblicità».* La pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale e l'iscrizione nel registro delle imprese, quindi, sostituiscono l'accettazione e la notificazione della cessione ai debitori ceduti, facendo sì che quest'ultima diventi opponibile *erga omnes* senza ulteriori formalità<sup>61</sup>. Vi è qui l'esigenza di informare i terzi coinvolti nell'operazione<sup>62</sup>. A tal fine le Istruzioni stabiliscono che dalla pubblicazione debbano risultare i rapporti oggetto della cessione, oltre la data di efficacia della stessa<sup>63</sup>.

Siamo in presenza di operazioni che potrebbero rappresentare una minaccia, non solo per la sana e prudente gestione della banca, ma, soprattutto nel caso in cui l'oggetto della cessione sia un portafoglio di *NPLs*, per l'intero sistema finanziario. Questi fattori giustificano, di conseguenza, l'intervento "a monte" dell'Autorità di vigilanza, in particolare attraverso il rilascio di un'autorizzazione per determinate operazioni considerate "critiche".

Un'ulteriore semplificazione è introdotta dal terzo comma, il quale sottolinea che «*i privilegi e le garanzie di qualsiasi tipo, da chiunque prestati o comunque esistenti a favore del cedente, nonché le trascrizioni nei pubblici registri degli atti di acquisto dei beni oggetto di locazione finanziaria compresi nella cessione conservano la loro validità e il loro grado a favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione [...]».* Secondo il comma in parola, quindi, tutte le garanzie, reali e personali, esistenti

---

<sup>61</sup> G. GALLO, *op. cit.*, p. 19.

<sup>62</sup> In tema di pubblicità nella Gazzetta Ufficiale, è necessario precisare che la dottrina si divide in due correnti predominanti: una che collega gli effetti di tale pubblicità a quelli del tipo dichiarativo, l'altra, che si è andata consolidando negli ultimi anni, secondo la quale siamo in presenza di una pubblicità cosiddetta notificativa. Quest'ultima corrente di pensiero, infatti, basata su quanto disposto dall'art. 2193 c.c. ("Efficacia dell'iscrizione"), poggia sul fondamento normativo secondo il quale «*la disciplina prevista non rappresenta il regolatore della funzione positiva della pubblicità dichiarativa, se così fosse, infatti, si tratterebbe di una disposizione superflua, ben potendo l'efficacia ergo omnes dell'atto pubblico ricavarsi traducendo in positivo quanto statuisce il comma 1 della medesima norma»* (C. L. APPIO, L. ANSELMINI, *Cessione di rapporti giuridici*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: commento al d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385*, a cura di F. BELLI, G. CONTENUTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO, V. SANTORO, Bologna, 2003, p. 889). In considerazione di ciò, questo tipo di pubblicità notificativa ha piena autonomia. In argomento si veda: M. DOMENEGOTTI, *NPLs: disciplina, oneri e rischi delle operazioni di cessione del credito*, in *Diritto bancario.it*, 16 maggio 2016, p. 6. Consultabile in: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/domenegotti\\_m.\\_npls\\_disciplina\\_oneri\\_e\\_rischi\\_delle\\_operazioni\\_di\\_cessione\\_del\\_credito\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/domenegotti_m._npls_disciplina_oneri_e_rischi_delle_operazioni_di_cessione_del_credito_2016.pdf).

<sup>63</sup> VATTERMOLI, *op. cit.*, p. 525.

sulle attività cedute, si trasferiscono al cessionario, senza che risulti necessaria alcuna formalità richiesta dalla legge per il trasferimento dei diversi tipi di garanzie<sup>64</sup>.

Aspetto cruciale della norma in esame è l'individuabilità in blocco dei crediti oggetto di cessione, che non trova definizione alcuna in nessuna disposizione dell'ordinamento. Per delineare questa tipologia di operazione è necessario riferirsi alle Istruzioni di vigilanza per le banche, nello specifico alla Circolare n. 229/1999, la quale, al paragrafo 3, Sezione I, Capitolo 5 del Titolo III, definisce i rapporti giuridici individuabili in blocco come «*i crediti, i debiti e i contratti che presentano un comune elemento distintivo; esso può rinvenirsi, ad es. nella forma tecnica, nei settori economici di destinazione, nella tipologia della controparte, nell'area territoriale e in qualunque altro elemento comune che consenta l'individuazione del complesso dei rapporti ceduti*». L'individuabilità in blocco, quindi, deve intendersi come omogeneità economico-finanziaria del portafoglio di crediti oggetto della cessione<sup>65</sup>, dove tale omogeneità è liberamente determinabile dall'autonomia delle parti, fermo l'obbligo di identificazione dei rapporti stessi nella pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale. Nel caso dell'operazione in questione, dunque, l'individuazione dei rapporti giuridici normalmente viene compiuta *ex ante*, mentre la trasmissione della proprietà avviene con la manifestazione del consenso<sup>66</sup>.

Alla luce delle considerazioni appena fatte, la dismissione di portafogli di *Non Performing Loans* è riconducibile alla categoria della cessione di “beni e rapporti giuridici individuabili in blocco. L'individuazione del carattere distintivo di tali crediti avviene secondo uno specifico criterio, tale da distinguere il carattere aggregato dei rapporti

---

<sup>64</sup> Si fa riferimento, ad esempio, ai crediti assistiti da ipoteca, per i quali, ai fini di questa norma, non è necessaria l'annotazione di cessione, di surrogazione e di altri atti. Siamo in presenza di una deroga all'art. 2843 c.c. (G. GALLO, *op. cit.*, p. 20), secondo il quale «*la trasmissione o il vincolo dell'ipoteca per cessione, surrogazione, pegno, postergazione di grado o costituzione in dote del credito ipotecario, nonché per sequestro, pignoramento o assegnazione del credito medesimo si deve annotare in margine all'iscrizione dell'ipoteca*». Inoltre, la mancata esecuzione di tale annotazione rende inefficace la trasmissione.

<sup>65</sup> In argomento si veda: P. MASI, *op. cit.*, p. 314; F. CHIOMENTI, *Cessione di prestito obbligazionario fra banche e scissione fra banche comprensiva di una cessione di prestito obbligazionario: sulla portata dell'art. 58 del T.U. bancario (una proposta di inquadramento)*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I, p. 103 ss.

<sup>66</sup> Si sottrae, quindi, la fattispecie dall'applicazione dell'art. 1378 c.c. (riguardante il “Trasferimento di cosa determinata solo nel genere”), nel quale il trasferimento si perfeziona nel momento in cui i beni vengono individuati, ovvero successivamente al consenso. Tuttavia, dall'espressione “avvenuta cessione”, presente all'art. 58 co. 2, si potrebbe desumere che l'individuazione possa avvenire anche successivamente al trasferimento, vale a dire in corrispondenza agli adempimenti pubblicitari.

ceduti. Gli indici di aggregazione potranno essere tra i più vari, sia di tipo strutturale che funzionale, tra cui: la mera appartenenza dei crediti al cedente, la natura del bene, l'origine storico-geografica, l'identità della controparte, la durata del rapporto ovvero il suo valore economico<sup>67</sup>.

Come già sottolineato, l'art. 58 T.U.B. ha i suoi precedenti nelle norme della vecchia legge bancaria del '36, nella quale l'oggetto della cessione in blocco riguardava la circolazione delle filiali bancarie<sup>68</sup>. Con l'attuale articolo si estende, oltre che la portata dei rapporti giuridici oggetto di cessione, anche quella dei soggetti che possono prendere parte a tale operazione. L'ultimo comma della disposizione, inserito in seguito alle modifiche apportate dall'art. 12 del d.lgs. 342/1999, afferma che «*le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle cessioni in favore di soggetti, diversi dalle banche, inclusi nell'ambito della vigilanza consolidata ai sensi dell'articolo 65 e 109 in favore degli intermediari finanziari previsti dall'art. 106*». La disciplina recata dalla norma si applica, quindi, quando i soggetti cessionari sono banche (comprese quelle comunitarie operanti in Italia), soggetti che rientrano nel perimetro delineato dagli artt. 65 e 109, riguardanti la vigilanza consolidata, nonché intermediari finanziari iscritti nell'albo *ex art. 106*.

L'estensione dell'ambito soggettivo dell'art. 58 T.U.B., e in particolare l'inserimento nella fattispecie degli intermediari di cui all'art. 106 T.U.B., è il fattore che consente l'applicazione della norma alle cessioni in blocco dei *Non Performing Loans*. Nell'ambito di queste operazioni, infatti, i cessionari sono, nella maggior parte dei casi, i cosiddetti *servicer*, vale a dire intermediari finanziari non bancari, i quali, dunque, vengono assoggettati al regime di controllo previsto dal Testo Unico Bancario<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> G. DI STASIO, *Cessione di Non Performing Loans (NPLs) nel sistema bancario*, in *Banche e banchieri*, 2016, p. 495 ss.

<sup>68</sup> F. MAIDERI, *Artt. 53-54*, in *Codice commentato della banca*, a cura di F. CAPRIGLIONE, V. MEZZACAPO, Milano, 1990, pp. 644 ss.

<sup>69</sup> G. GALLO, *op. cit.*, p. 19.

### 2.2.2 Le operazioni di cartolarizzazione: il modello previsto dalla legge 130/1999

Le possibilità di cessione degli *NPLs* si arricchiscono di ulteriori forme utilizzabili. A questo fine, vengono in rilievo le operazioni utilizzate per tramutare i crediti ceduti in blocco in titoli negoziabili sul mercato. Tali operazioni sono chiamate “cartolarizzazioni”.

La pratica, nata verso la metà degli anni Settanta negli Stati Uniti sotto il nome di “*securitization*”, è stata introdotta in Italia dalla l. 130/1999, provocando un forte impulso alla diffusione delle operazioni di cartolarizzazione, a fronte dei vantaggi che ha introdotto.

Dal punto di vista nozionale, la cartolarizzazione è stata definita, dall’art. 4, par. 61, Regolamento (UE) n. 575/2013, come: «*un’operazione o uno schema in cui il rischio di credito associato ad un’esposizione o ad un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti aventi le due seguenti caratteristiche:*

*a) i pagamenti effettuati nell’ambito dell’operazione o dello schema dipendono dalla performance dell’esposizione o del portafoglio di esposizioni;*

*b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell’operazione o dello schema».* Il Regolamento (UE) 2017/2402, volto a disegnare un nuovo quadro normativo europeo relativo alle cartolarizzazioni, aggiunge: «*l’operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all’art. 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013*»<sup>70</sup>. Più semplicemente, può essere considerata come una tecnica finanziaria finalizzata a fare in modo che le imprese, in questo caso gli intermediari finanziari, possano disporre di nuova liquidità, seppur in misura ridotta, in un periodo contenuto rispetto ai tempi di incasso pattuiti nel contratto tra l’intermediario e l’affidato.

Peculiarità dell’ordinamento italiano è la configurazione di un solo modello di cartolarizzazione, nello specifico quello effettuato mediante cessione di crediti a favore di una società veicolo di “diritto speciale”<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> Ci si riferisce alle esposizioni da finanziamenti specializzati, vale a dire esposizioni verso imprese aventi le seguenti caratteristiche: a) presenza di un’entità creata ad hoc per finanziare o amministrare attività materiali, o di esposizioni economicamente analoghe; b) le condizioni contrattuali conferiscono al finanziatore un sostanziale controllo sulle attività e sul reddito da esse prodotto; c) la fonte primaria di rimborso dell’obbligazione è rappresentata dal reddito generato dalle attività finanziate piuttosto che dall’autonoma capacità di una più ampia impresa commerciale.

<sup>71</sup> Si tratta di una peculiarità della disciplina italiana in quanto la prassi finanziaria ha elaborato numerosi modelli di cartolarizzazione, i quali si distinguono principalmente per le modalità di esecuzione della cessione e per le politiche di isolamento patrimoniale degli attivi adottate.

Il processo di cartolarizzazione ha inizio con l'individuazione del portafoglio di crediti dell'intermediario, che prende il nome di "*originator*", da separare dal resto del patrimonio, per essere ceduto *pro soluto* ad una società veicolo, chiamata "*Special Purpose Vehicle*" o "*SPV*"<sup>72</sup>. È necessario che il cessionario sia una società prevista dall'art. 3 l. 130/1999, ovvero una società che abbia per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti<sup>73</sup>. Successivamente la società cessionaria procede all'emissione di titoli, denominati "*Asset Backed Securites*" ("*ABS*"), al fine di ottenere le risorse finanziarie per l'acquisto dei crediti trasferiti, i quali vengono negoziati sul mercato per la loro vendita a investitori qualificati. Infine, viene incaricato un soggetto specializzato, il cosiddetto *servicer*, dell'attività di riscossione dei crediti e gestione dei flussi di cassa<sup>74</sup>.

Il meccanismo in questione determina, oltre alla funzione di finanziamento per l'intermediario finanziario, la destinazione dei flussi finanziari, derivanti dal portafoglio di crediti ceduto, in favore dei portatori dei titoli emessi dalla *SPV*.

Per consentire una corretta realizzazione dell'operazione, l'art. 3, co. 3, l. 130/1999, stabilisce che «*i crediti relativi a ciascuna operazione [...], i relativi incassi e le attività finanziarie acquisite con i medesimi costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni*». In virtù di tale principio, quindi, non sono ammesse azioni da parte di coloro che non sono i portatori dei titoli. Tale separazione patrimoniale, inoltre, è rafforzata in ottica di revocatoria fallimentare,

---

Riguardo il vasto numero dei modelli si veda: V. TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione: profili generali*, Padova, 2003, p. 29; M. GRANIERI, A. RENDA, *La securitization tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, a cura di R. PARDOLESI, Milano, 1999, pp. 1-50; F. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, a cura di R. PARDOLESI, Milano, 1999, pp. 51-104.

<sup>72</sup> Dal punto di vista negoziale, è frequente l'apposizione, al negozio della cessione, di una condizione, che può essere "sospensiva" o "risolutiva". Nel primo caso, gli effetti della cessione si verificheranno solo successivamente al buon esito del collocamento dei titoli. Nel secondo caso, invece, il trasferimento al cessionario avviene immediatamente, con la possibilità di una cessazione dell'effetto traslativo nell'eventualità di un mancato collocamento dei titoli.

<sup>73</sup> Siamo in presenza di società che devono essere costituite sotto forma di società di capitali e sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia, la quale può chiedere obblighi di segnalazione relativi ai crediti oggetto di cartolarizzazione (art. 3, co. 3, l. 130/1999).

<sup>74</sup> G. GALLO, *op. cit.*, p. 24.

attraverso la sottrazione dei flussi, riguardanti i crediti ceduti, ai rischi di un'eventuale crisi dell'impresa.

Infine, con riferimento alle modalità della cessione riguardanti le operazioni di cartolarizzazione, la normativa italiana stabilisce un legame con quanto stabilito in tema di cessione di rapporti giuridici individuabili in blocco attraverso un richiamo all'art. 58 T.U.B., presente all'art. 4, co. 1, l. 130/1999, il quale afferma che «*alle cessioni dei crediti poste in essere ai sensi della presente legge si applicano le disposizioni contenute nell'articolo 58, commi 2, 3 e 4 del testo unico bancario*». Ci si riferisce agli adempimenti riguardanti gli obblighi informativi in capo al cessionario, alla validità delle eventuali garanzie pendenti sui crediti e all'opponibilità della cessione nei confronti di terzi<sup>75</sup>.

Come sottolineato nei paragrafi precedenti, la strategia della cartolarizzazione è ampiamente utilizzata da intermediari bancari o finanziari, proprio grazie alle sue caratteristiche. L'utilizzo di tale operazione va oltre le semplici esigenze di finanziamento. Essa consente di eliminare dal bilancio crediti o attività rischiose o già deteriorate, aumentando così il proprio coefficiente di solvibilità e riducendo l'ammontare del patrimonio di vigilanza assorbito a fini prudenziali. A questo fine, la Commissione Europea, che vede le cartolarizzazioni come strumenti per il rilancio del credito bancario, ha proposto la creazione di un regime normativo armonizzato a livello europeo che faciliti il ricorso a questo tipo di operazioni. In questa direzione va il Regolamento (UE) 2017/2402, il quale disciplina le cosiddette cartolarizzazioni "semplici, trasparenti e standardizzate" (Cartolarizzazioni STS) e prevede obblighi in capo agli operatori al fine di evitare un utilizzo dello strumento illecito o dannoso per il mercato.

Specificata per i crediti deteriorati è la disposizione introdotta dalla l. 96/2017<sup>76</sup> nella l. 130/1999. In particolare, l'art. 7.1 trova applicazione limitatamente alle operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari, qualificati come tali dalle autorità competenti. Sotto questo punto di vista, potrebbero verificarsi dei problemi interpretativi per quel che riguarda l'applicabilità della disciplina: come evidenziato nel capitolo precedente, infatti, le nozioni di *NPLs* presenti nell'ordinamento europeo e in quello dei singoli Stati spesso non coincidono ovvero

---

<sup>75</sup> G. DI STASIO, *op. cit.*, p. 499.

<sup>76</sup> Legge che converte, con modificazioni, il d.l. 50/2017, recante "disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo".

presentano diverse finalità applicative. La BCE, *in primis*, dà conto dell'esistenza di una pluralità di nozioni e sulle "Linee Guida sui crediti deteriorati" predilige quella presente nel Regolamento 680/240, tale definizione dovrebbe assumersi come parametro anche per l'applicazione della norma in questione<sup>77</sup>. Tuttavia, dal punto di vista applicativo, la normativa sulle segnalazioni di vigilanza consente una certa discrezionalità agli intermediari nel qualificare il proprio portafogli di crediti<sup>78</sup>.

Lo stesso art. 7.1, al comma 2, consente alle società di cartolarizzazione, che hanno acquistato crediti deteriorati, di «*concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto [...]»*, prevedendo, però, che gli stessi vengano gestiti da una banca o da un intermediario finanziario iscritto all'albo di cui all'art. 106 T.U.B. (co. 7). La disposizione in commento consente, quindi, alla *Special Purpose Vehicle* di concedere finanziamenti ai debitori ceduti, al fine di favorire il ritorno in bonis dell'esposizione. Tale intento innovatore prosegue al terzo comma, il quale permette la concessione di finanziamenti e l'acquisto di «*azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente»*, in particolare nell'ambito di piani di risanamento, di ristrutturazione ovvero nell'ambito di procedure concorsuali.

Dal punto di vista della cessione nel mercato degli *Asset Backed Securites*, è necessario sottolineare che tali titoli vengono emessi in più classi, ognuna con un diverso grado di rischio e subordinazione dei pagamenti<sup>79</sup>. A grandi linee, i portafogli di *NPLs* possono essere distinti in *secured NPLs*, i quali beneficiano di alcune forme di garanzia sugli *assets* e sono composti per la maggior parte di mutui ipotecari, e in *unsecured NPLs*, vale a dire soprattutto finanziamenti alle imprese o prestiti alle persone fisiche<sup>80</sup>.

Infine, le somme e i ricavi realizzati in relazione al portafoglio verranno distribuiti secondo l'ordine di priorità, stabilito in base al grado di rischio, agli investitori portatori del titolo di credito.

---

<sup>77</sup> In argomento si veda: P. CARRIERE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in *Riv. dir. ban.*, 2017, p. 1.

<sup>78</sup> G. GALLO, *op. cit.*, p. 28.

<sup>79</sup> M. MARIANI, *op. cit.*, p. 63.

<sup>80</sup> G. DI STASIO, *op. cit.*, p. 501.

### 2.2.2.1 Il sistema di garanzia statale sulla cartolarizzazione dei crediti in sofferenza

Il legislatore italiano è intervenuto ulteriormente per contrastare il problema dei crediti deteriorati attraverso il d.l. 18/2016, convertito con modificazioni prima dalla l. 49/2016 e poi modificato ulteriormente dal d.l. 22/2019, introducendo nell'ordinamento una serie di misure a sostegno del sistema bancario italiano, tra cui il regime di concessione della garanzia dello Stato, denominata "Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze", o "GACS", sui titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come deteriorati.

La GACS è una misura di un intervento pubblico a livello sistemico. Per questo motivo è stata necessaria una valutazione di compatibilità con le norme sugli aiuti di Stato. Come sottolineato in precedenza, le linee di sviluppo della legislazione bancaria europea sono caratterizzate dalla tendenza ad affermare un sistema incentrato sul "libero mercato" e a favorire la concorrenza, limitando le misure di sostegno pubblico, anche per quanto riguarda le attività deteriorate. L'art. 2, par. 1, n. 28 della BRRD definisce come "sostegno finanziario pubblico straordinario" gli «*aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE o qualsiasi altro sostegno finanziario pubblico a livello sovranazionale che se erogato a livello nazionale configurerebbe un aiuto di stato, forniti per mantenere o ripristinare la solidità, la liquidità o la solvibilità di un ente o entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d), o di un gruppo di cui tale entità fa parte*». Ai sensi dell'art. 32, par. 4, lett. d) comma 2 della BRRD, il sostegno pubblico non è vietato, ma ammesso a determinate condizioni, vale a dire sottoforma di garanzia dello Stato a sostegno degli strumenti di liquidità forniti dalle banche centrali e delle passività di nuova emissione, ovvero tramite la sottoscrizione di strumenti di capitale per far fronte alle carenze di patrimonio evidenziate da prove di *stress test* o di verifica della qualità degli attivi<sup>81</sup>.

---

<sup>81</sup> Si tratta di misure, indirizzate a banche solventi, che hanno carattere cautelativo e temporaneo. L'ammontare del supporto pubblico deve essere proporzionale alla perturbazione causata all'economia in seguito alla crisi della banca e deve essere oggetto di approvazione nell'ambito della disciplina degli aiuti di stato di cui all'art. 32, par. 4, lett. d) comma 2 della BRRD. In argomento di veda: F. SARTORI, *op. cit.*, p. 680; D. ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2016, n. 1, II, pp. 1 ss.; B. INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di stato nella BRRD e nella comunicazione sul settore bancario del 30.7.2013 della Commissione europea*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, pp. 861 ss.; A. CANEPA, *Dai salvataggi bancari ai crediti deteriorati: la complessa applicazione delle regole sugli aiuti di stato fra flessibilità e rigidità, intervento al Convegno "crediti deteriorati nell'industria bancaria italiana"*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016, n. 3, I, pp. 258 ss.

Tuttavia, sebbene l'operazione integri gli estremi della nozione di aiuto di Stato, si ritiene che la GACS non sia una misura qualificabile come tale. In particolare, il d.l. 18/2016 impone l'obbligo di un corrispettivo per la garanzia rilasciata, il quale deve essere commisurato all'ammontare garantito e concesso al prezzo di mercato sulla base del rischio e della durata dell'esposizione. In questo modo, l'intervento pubblico avviene attraverso un'operazione che qualsiasi operatore nel mercato troverebbe razionale e conveniente<sup>82</sup>. Non si pone, quindi, il tema della compatibilità della garanzia in questione con la normativa europea in tema di aiuti di Stato.

Ai sensi dell'art. 3, co. 1 del d.l. 18/2016, «*il Ministro dell'economia e delle finanze, per diciotto mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto, è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione [...], a fronte della cessione da parte di banche aventi sede legale in Italia di crediti pecuniari [...] classificati come sofferenze*». Si tratta, dunque, di una garanzia incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta, rilasciata dal Ministro dell'economia e delle finanze con un apposito decreto, su istanza documentata della banca cedente<sup>83</sup>, che può essere concessa esclusivamente sulle *tranches senior*<sup>84</sup>, le quali devono essere dotate di un *rating* pari o superiore all'*investment grade*, ottenuto da almeno un'agenzia di *rating* accertata dalla BCE al 1° gennaio 2016.

Per quel che riguarda l'efficacia, l'art. 8, co. 1 del d.l. 18/2016 stabilisce che la garanzia «*diviene efficace solo quando la banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei titoli junior e, ove emessi, dei titoli mezzanine, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti [...] dalla contabilità della banca*». Condizione indispensabile è, quindi, la *derecognition* dei crediti

---

<sup>82</sup> La disciplina europea in materia di aiuti di Stato, infatti, impedisce che lo Stato operi attraverso interventi che qualsiasi altro operatore valuterrebbe come irragionevoli o dannosi. In argomento si veda: M. MAGGIOLINO, *op. cit.*, pp. 104 ss.

<sup>83</sup> C. FISCALE, *GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) – Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs*, in *Diritto bancario.it*, 17 marzo 2016, consultabile in: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/fiscale\\_c.\\_gacs\\_garanzia\\_cartolarizzazi\\_ome\\_sofferenze\\_-\\_lo\\_schema\\_di\\_garanzia\\_statale\\_italiano\\_per\\_i\\_titoli\\_senior\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/fiscale_c._gacs_garanzia_cartolarizzazi_ome_sofferenze_-_lo_schema_di_garanzia_statale_italiano_per_i_titoli_senior_2016.pdf).

<sup>84</sup> La *Special Purpose Vehicle*, cessionaria dei crediti ceduti, emette almeno due categorie di titoli, che si distinguono per il grado di rischio: i *senior*, i cui interessi verranno pagati con priorità rispetto agli altri titoli emessi, e i *junior*, classe che avrà diritto a ricevere il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi solo dopo il rimborso delle altre *tranches*.

ad alto rischio, ceduti ad operatori privati e con una remunerazione a livelli di mercato, tenendo conto sia del grado di rischio che della durata dell'esposizione<sup>85</sup>.

I detentori dei titoli *senior* hanno il diritto di inviare la richiesta della garanzia entro nove mesi dall'avvenuta scadenza dei titoli *senior*, in caso di mancato pagamento delle somme relative a quote di capitale o interessi che si protragga per almeno 60 giorni dalla scadenza del termine per l'adempimento. In questo caso, i portatori, di concerto o tramite il rappresentante degli obbligazionisti, dovranno richiedere alla *Special Purpose Vehicle* il pagamento dell'importo scaduto e non pagato. Qualora, decorsi 30 giorni dal ricevimento della richiesta, la *SPV* non abbia adempiuto al pagamento, i detentori potranno chiedere, entro 6 mesi, l'intervento della GACS.

Per finanziare l'escussione delle GACS, nel corso del 2016 è stato istituito un apposito fondo con una dotazione di 100 milioni di euro, il quale, in seguito, è stato alimentato con i corrispettivi annui delle garanzie concesse, versate all'entrata del bilancio dello Stato per la successiva riassegnazione al fondo (art. 12, co. 1, d.l. 18/2016). Con l'entrata in vigore del d.l. 22/2019, inoltre, la dotazione del fondo in questione è stata ulteriormente incrementata di 100 milioni di euro (art. 23, co. 1, d.l. 22/2019).

Con riferimento ai beneficiari della garanzia, il d.l. 18/2016 prevedeva, inizialmente, che gli *NPLs* venissero ceduti da banche italiane aventi sede legale in Italia. In seguito all'entrata in vigore del d.l. 22/2019, essa viene estesa anche alle cessioni da parte degli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 T.U.B., aventi anch'essi sede legale in Italia. Tale vincolo impedirebbe l'utilizzo delle GACS da parte dei principali intermediari stranieri e dei numerosi *originator* italiani presenti nel settore finanziario<sup>86</sup>,

---

<sup>85</sup> L'art. 9 del d.l. 18/2016 definisce le logiche per il calcolo del corrispettivo della GACS. In particolare, tale corrispettivo sarà calcolato prendendo come riferimento i prezzi dei *credit default swaps* aventi un livello di rischio analogo a quello dei titoli garantiti. Esso, inoltre, sarà crescente nel tempo, nel caso in cui i titoli *senior* non verranno rimborsati entro il terzo o il quinto anno dalla concessione della GACS. In argomento di veda C. FISCALE, *op. cit.*, p. 5.

<sup>86</sup> Ci si riferisce, per esempio, alle società di *leasing* e ad altri intermediari che non compaiono nell'art. 106 T.U.B., come per esempio le società di credito al consumo e le società che concedono finanziamenti garantiti dalla cessione del quinto dello stipendio. M. MAGGIOLINO, *op. cit.*, p. 115. I soggetti in questione potrebbero usufruire dello strumento della cartolarizzazione e della GACS attraverso l'intermediazione di un soggetto potenziale beneficiario della garanzia. Sull'argomento di veda: P. MESSINA, G. GIANNESI, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal D.L. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, in *Diritto bancario.it*, 16 novembre 2016. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/messina\\_p.\\_e\\_giannesi\\_g.\\_garanzia\\_sul\\_la\\_cartolarizzazione\\_delle\\_sofferenze\\_gacs\\_dal\\_d.l.\\_18-2016\\_al\\_dm\\_3\\_agosto\\_2016\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/messina_p._e_giannesi_g._garanzia_sul_la_cartolarizzazione_delle_sofferenze_gacs_dal_d.l._18-2016_al_dm_3_agosto_2016_2016.pdf).

ovvero soggetti comunque interessati alla ristrutturazione dei debiti deteriorati presenti in bilancio.

Successivamente ad un periodo caratterizzato da forti critiche nei confronti della cartolarizzazione e delle GACS, è stata riconosciuta l'importanza e l'efficienza di tali tecniche per risolvere l'annoso problema degli *NPLs*. Questo, soprattutto, grazie al fatto che, in seguito all'entrata in vigore del d.l. 18/2016, si è scelto di disciplinare in modo preciso ciascun passaggio dell'operazione in questione: dal calcolo del prezzo di cessione, alla struttura finanziaria dei titoli; dall'attribuzione dei *rating*, all'ordine di priorità dei pagamenti di ciascuna operazione<sup>87</sup>. L'obiettivo di tale scelta è quello di creare uno schema procedurale *standard*, che consenta agli operatori di avere meno flessibilità nella strutturazione e che, quindi, permetta al garante di valutare correttamente il grado di rischio dell'operazione. Il coinvolgimento, nella procedura, di società di *rating*, *servicers* e società di revisione indipendenti, inoltre, ha spinto gli intermediari a rendere più trasparenti i dati e le informazioni relativi ai propri crediti deteriorati, riducendo, in questo modo, le asimmetrie informative del settore<sup>88</sup>.

Scopo primario della disciplina in questione è, quindi, ridurre il premio al rischio richiesto dagli operatori per le sofferenze cartolarizzate, con un conseguente abbassamento del *pricing gap* ed un più favorevole collocamento sul mercato, incentivando la cessione anche ad investitori più avversi al rischio<sup>89</sup>. Allo stesso tempo, però, la garanzia riguarda le sole sofferenze che possiedono una probabilità di riscossione più alta e che, quindi, sono accompagnate da una documentazione probatoria trasparente che abbia consentito all'agenzia di cui all'art. 3, co. 3, d.l. 18/2016 di valutarne

---

<sup>87</sup> Al contrario della tecnica normativa utilizzata per la l. 130/1999, la quale prevedeva solo gli elementi essenziali del processo di cartolarizzazione, per poi lasciare spazio all'autonomia contrattuale delle parti. C. FISCALE, *op. cit.*, p. 6.

<sup>88</sup> M. MAGGIOLINO, *op. cit.*, p. 127.

<sup>89</sup> Obiettivo della disciplina è la riduzione del rischio dei titoli in questione, attraverso un'assimilazione degli *NPLs* cartolarizzati ai titoli di Stato. In argomento di veda: A. D. SCANO, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, 2006, p. 120 ss; E. SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1999, p. 449 ss.

correttamente il merito creditizio<sup>90</sup>. Queste condizioni fanno in modo di impedire allo Stato di esporsi ad un rischio eccessivo<sup>91</sup>.

### 2.2.3 *Le determinanti alla base della cessione dei crediti deteriorati*

Ad oggi in tutta Europa, ma in particolare in Italia, data l'elevata incidenza dei crediti *non performing* nei bilanci delle banche, si sta assistendo ad una graduale crescita del numero di operazioni di cessione di tale tipologia di crediti<sup>92</sup>. Inoltre, le dinamiche che ruotano intorno alla categoria di crediti in questione inducono le autorità di vigilanza a suggerire l'adozione di procedure per una loro cessione sul mercato, e allo stesso tempo a richiedere un inasprimento delle misure prudenziali.

La strategia adottata si deve basare su un *mix* di scelte idonee a "smaltire" il peso degli *NPLs* sul bilancio dell'intermediario, le quali devono essere le più vantaggiose possibili per ogni singola esposizione e per ciascun portafoglio di crediti. Le scelte strategiche inerenti alla gestione del portafoglio dei crediti deteriorati devono considerare una molteplicità di variabili, le quali sono in grado di influenzare in modo rilevante la soluzione più conveniente.

Innanzitutto, l'assetto organizzativo dell'istituto incide notevolmente su tali scelte. Le autorità di vigilanza, attraverso le Linee guida per le *Significant Institution* e per le *Less Significant Banks*, emanate rispettivamente dalla Banca Centrale Europea e dalla Banca d'Italia, hanno fornito una base di partenza per quanto riguarda l'efficacia dei meccanismi di controllo interno, del governo societario e dell'assetto organizzativo delle unità di recupero crediti. Tuttavia, non tutte le banche hanno proceduto ad una riorganizzazione della loro struttura. Per queste ultime la gestione interna del recupero dei crediti deteriorati risulterebbe inefficiente, mentre sono incentivate alla loro cessione presso altri intermediari od operatori qualificati<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> A. ARCANGELI, *La cartolarizzazione degli NPLs e la GACS. Il nuovo tessuto normativo*, 28 marzo 2017. Consultabile al sito: [https://web.uniroma1.it/deap/sites/default/files/allegati/Securitization%20e%20GACS%20%28Andrea%20Arcangeli%20-%2028%20marzo%202017%29\\_1.pdf](https://web.uniroma1.it/deap/sites/default/files/allegati/Securitization%20e%20GACS%20%28Andrea%20Arcangeli%20-%2028%20marzo%202017%29_1.pdf).

<sup>91</sup> M. MAGGIOLINO, *op. cit.*, p. 117.

<sup>92</sup> M. DOMENEGOTTI, *op. cit.*, p. 1.

<sup>93</sup> Questo non esenta tali istituti da una riorganizzazione della struttura operativa armonizzata, seguendo le *best practices* individuate dalle Linee Guida. In argomento si veda: M. COTUGNO, *op. cit.*, p. 92.

Allo stesso tempo, per una efficace *derecognition* delle esposizioni *non performing*, è essenziale un sistema informativo efficiente e di elevata qualità. Come sottolineato in precedenza, la mancanza di dati a disposizione è una delle principali cause del *pricing gap* tra valore in bilancio e prezzo richiesto dagli investitori. Gli intermediari che optano per una strategia “*off balance*” devono, quindi, essere dotate di un database che consenta un corretto monitoraggio e una corretta valutazione degli *NPLs*.

Ulteriore variabile da tenere in considerazione è, senz'altro, la dimensione del portafoglio dei crediti deteriorati. Un eccessivo ammontare di tali esposizioni in bilancio potrebbe evidenziare una grave situazione di difficoltà della banca, risolvibile necessariamente attraverso la cessione dello *stock*<sup>94</sup>. A questo fine, la dimensione dell'intermediario e il livello di patrimonializzazione sono rilevanti: la cancellazione dal bilancio di tali crediti potrebbe implicare perdite che, a loro volta, porterebbero ad una riduzione della capacità di soddisfare i requisiti patrimoniali<sup>95</sup>, rendendo così necessaria un'operazione di ricapitalizzazione della banca, non sempre possibile a causa delle condizioni di mercato e dell'assetto proprietario.

Infine, la capacità di negoziare un prezzo di cessione favorevole per l'istituto dipende anche dal *coverage ratio* dello stesso<sup>96</sup>. Un innalzamento di tale indicatore porta la banca ad una migliore copertura del debito, con una conseguente riduzione del divario tra *net book value* e *market value* e un maggiore incentivo alla fattispecie della cessione.

Al fine di stabilire quale sia la strategia ideale da perseguire, dunque, la banca, oltre a considerare le proprie peculiarità, dovrà analizzare attentamente il proprio portafoglio di *NPLs*, facendo riferimento alle singole esposizioni, alle caratteristiche di ciascun debitore e alla presenza di eventuali garanzie.

Essa, inoltre, dovrà quantificare i benefici derivanti dalla cessione dei crediti deteriorati, i quali sono molteplici. Innanzitutto, l'eliminazione dal bilancio dei crediti

---

<sup>94</sup> Un'eccessiva accumulazione di *NPLs* produce inefficienze dal punto di vista della gestione delle pratiche ancora recuperabili. Una cessione in blocco potrebbe portare, quindi, ad una maggiore focalizzazione sugli *Unlikely To Pay* riportabili *in bonis*. Così, ancora: M. COTUGNO, *op. cit.*, p. 93.

<sup>95</sup> È interessante sottolineare come, stando a quanto rilevato dall'*Asset Quality Review* effettuato dalla BCE, non solo le banche di dimensione inferiore, ma anche quelle principali, possiedono una dotazione patrimoniale di poco superiore, o addirittura non sufficiente, a quella richiesta dalle autorità di vigilanza.

<sup>96</sup> Il *coverage ratio* è la misura della capacità di un'impresa di coprire il proprio debito e, quindi, di andare incontro alle proprie obbligazioni. Viene calcolato tramite il rapporto tra i fondi accantonati complessivi e il valore lordo dei crediti.

deteriorati consente di risparmiare gli investimenti necessari per riorganizzare i processi interni di gestione del recupero di tali esposizioni, per rifocalizzarli sulle risorse necessarie per perseguire le finalità di quelle attività considerate “core”<sup>97</sup>.

In secondo luogo, attraverso la cessione degli attivi, la banca potrà disporre immediatamente di nuova liquidità, che, insieme al recupero del capitale necessario per la determinazione dei requisiti patrimoniali minimi, favorisce gli investimenti in nuove attività più sicure e maggiormente profittevoli<sup>98</sup>. Essa, inoltre, potrà beneficiare della riduzione delle spese di gestione delle poste deteriorate.

In conclusione, l’entità dei benefici e degli oneri, derivanti dalle operazioni di cessione dei crediti *non performing*, dipendono dalla liquidità e dal grado di patrimonializzazione di ciascuna banca, oltre che dalla gravità del deterioramento. Anche da questo punto di vista la situazione del sistema finanziario in Italia è eterogenea: accanto a istituti che hanno provveduto alla svalutazione di poste “critiche” e a adeguare il proprio patrimonio a quanto richiesto dalla vigilanza, ve ne sono altri i cui coefficienti di solvibilità risultano bassi, per i quali la cessione potrebbe presentare degli ostacoli maggiori<sup>99</sup>.

### **2.3 I “fondi comuni di ristrutturazione”**

Come evidenziato in precedenza, una rilevante presenza di crediti deteriorati nel settore «*tende a snaturare [...] la funzione delle banche che da prestatori/creditori vengono sempre più spesso chiamate a farsi partner degli imprenditori in crisi, trovandosi a dover gestire da protagoniste complessi processi di ristrutturazione*»<sup>100</sup>. Tale situazione determina una pressione notevole sulle strutture organizzative, rendendo, allo stesso tempo, poco efficienti per le imprese i processi di uscita dalle crisi.

---

<sup>97</sup> P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. GASPARINI, L. NIERI, *op. cit.*, p. 49.

<sup>98</sup> C. F. MAGGI, *NPLs secured in Italia: profili e problematiche valutative dei soggetti specializzati nell’acquisto mirato e nella gestione giudiziale*, in *Diritto bancario.it*, 16 marzo 2016, p. 4. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/maggi\\_c.f.\\_e\\_angelino\\_s.\\_npls\\_secured\\_in\\_italia\\_profili\\_e\\_problematrice\\_valutative\\_dei\\_soggetti\\_specializzati\\_nellacquisto\\_mirato\\_e\\_nella\\_gestione\\_giudiziale\\_2016\\_0.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/maggi_c.f._e_angelino_s._npls_secured_in_italia_profili_e_problematrice_valutative_dei_soggetti_specializzati_nellacquisto_mirato_e_nella_gestione_giudiziale_2016_0.pdf).

<sup>99</sup> P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. GASPARINI, L. NIERI, *op. cit.*, p. 51.

<sup>100</sup> P. CARRIERE, *I “fondi comuni di ristrutturazione” tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 718.

Le criticità in questione impongono l'adozione di soluzioni sistemiche che agevolino il ricorso a operatori dedicati e professionali capaci di affiancarsi all'impresa, assumendo un ruolo di *partnership* che una banca non sarebbe in grado di svolgere. Tali soluzioni paiono essenzialmente tre. La prima è quella della cosiddetta “*Bad Bank*”, la quale si configura, sostanzialmente, come un intervento pubblico con il quale lo Stato rileva dal sistema bancario i crediti deteriorati e li conferisce, sovente a valori “agevolati”, all'istituto in questione, il quale è incaricato della loro gestione. Tuttavia, detto intervento risulta difficilmente compatibile con il vigente sistema finanziario, improntato a favorire la concorrenza, limitando, quanto possibile, l'intervento pubblico<sup>101</sup>.

La seconda fa ricorso al modello della cartolarizzazione, vale a dire al conferimento di *NPLs* ad una società veicolo specializzata, che poi li gestirà, con finalità di mero recupero, secondo i criteri già sviluppati nei paragrafi precedenti.

Più complesse, ma molto interessanti, paiono le soluzioni che richiedono l'interposizione di operatori professionali, chiamati a svolgere, nell'interesse delle banche, la gestione dei processi di risanamento delle stesse, le quali verrebbero, così, a detenere delle quote emesse da tali entità, a fronte del conferimento dei crediti.

Le iniziative introdotte rispondono perfettamente alle esigenze di “pulizia” dei bilanci bancari, tanto che anche le autorità di vigilanza vi prestano crescente attenzione. Secondo la Banca d'Italia, infatti, «è interesse sia delle autorità di vigilanza sia delle banche che in questa fase la gestione attiva, efficiente e consapevole di tali prestiti diventi un obiettivo strategico. I miglioramenti possibili vanno dal rafforzamento delle procedure interne all'affidamento della gestione a operatori specializzati»<sup>102</sup>.

Funzionale allo schema delineato appare il “fondo comune di investimento”, reinterpretato, in questo caso, nella variante del “fondo di ristrutturazione”, destinato alla gestione dei *Non Performing Loans*. La fattispecie in questione risulta notevolmente diversa dalla cessione attraverso la cartolarizzazione, in quanto le banche possono conseguire ricavi più favorevoli rispetto a quelli conseguiti tramite quest'ultima operazione. Al riguardo denota particolare importanza la tipologia del cosiddetto “Oicr ad apporto”, attraverso il quale, in seguito al conferimento dei crediti al fondo, le banche

---

<sup>101</sup> A questo fine, l'introduzione della “Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze” nell'ordinamento italiano pare aver incentivato il ricorso a tale soluzione.

<sup>102</sup> BANCA D'ITALIA, *op. cit.*, p. 20.

diventano partecipanti al patrimonio del fondo<sup>103</sup>. La “trasformazione” degli *NPLs* in quote partecipative consente, inoltre, la redistribuzione, nel tempo, di un rendimento derivante dalla gestione dei crediti, limitando, così, la differenza tra il prezzo di cessione dell’esposizione e il suo valore iscritto a bilancio.

Le considerazioni sin qui svolte hanno valenza non solo nei confronti dei fondi d’investimento, ma anche con riferimento alla gestione degli *NPLs* realizzata attraverso le Sicaf, strutturate in forma di società per azioni e disciplinate, nell’ordinamento italiano, dagli artt. 35-*bis* e ss. T.U.F. e, in via secondaria, dal “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio” (cosiddetto “Regolamento GCR”).

Al fine di individuare le misure prudenziali applicabili alla fattispecie in questione, è indispensabile, dunque, “inquadrare” correttamente, dal punto di vista normativo, i “fondi di ristrutturazione”.

### 2.3.1 Inquadramento sistematico della fattispecie

La fattispecie introdotta presenta inediti profili di inquadramento sistematico nell’ambito della disciplina della gestione collettiva del risparmio. Occorrerà, innanzitutto, verificare in che limiti si possa delineare un nuovo modello rispetto al “fondo comune di investimento”, vista, soprattutto, la particolare natura gestoria che caratterizza i fondi in questione, vale da dire la ristrutturazione dei crediti di imprese in crisi. È necessario procedere, quindi, alla corretta collocazione dei “fondi comuni di ristrutturazione” nel vigente quadro normativo<sup>104</sup>.

Lo schema operativo del “fondo comune di ristrutturazione” vede nella sua fase genetica la cessione dei crediti *non performing*, detenuti dalle banche, ad un fondo comune di investimento e la conseguente formazione dell’originario nucleo patrimoniale,

---

<sup>103</sup> Lo schema procedimentale di tale tipologia di operazioni permette di preservare il valore dei crediti ceduti, complice anche la possibilità di poter contare sulle valutazioni di periti indipendenti, le quali si basano su un equo criterio di redistribuzione degli utili. In argomento si veda: F. CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto e impresa*, 2018, p. 665 ss; F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 249.

<sup>104</sup> P. CARRIERE, *I “fondi comuni di ristrutturazione”: ricostruzione tipologica e inquadramento sistematico di una nuova fattispecie di OICR*, in *Diritto bancario.it*, 19 aprile 2016, p. 1. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/carriere\\_p\\_i\\_fondi\\_comuni\\_di\\_ristrutturazione\\_ricostruzione\\_tipologica\\_e\\_inquadramento\\_sistematico\\_di\\_una\\_nuova\\_fattispecie\\_di\\_oicr\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/carriere_p_i_fondi_comuni_di_ristrutturazione_ricostruzione_tipologica_e_inquadramento_sistematico_di_una_nuova_fattispecie_di_oicr_2016.pdf).

a fronte dell'attribuzione delle quote del fondo agli intermediari finanziari cedenti<sup>105</sup>. I crediti in questione saranno, successivamente, gestiti professionalmente secondo una politica che avrà come fine la ristrutturazione dell'impresa e l'uscita della stessa dalla situazione di crisi in cui versa.

Oggetto dell'attività gestoria, quindi, non saranno le esposizioni in quanto tali, bensì l'impresa in stato di crisi. A questo fine, i modelli operativi che vanno consolidandosi nella prassi tendono ad affiancare al principale comparto "crediti ristrutturandi", un accessorio ed eventuale comparto "nuova finanza", destinato ad incentivare il risanamento attraverso l'erogazione di nuova finanza.

Nonostante si faccia riferimento alla fattispecie del "fondo comune di investimento"<sup>106</sup>, la definizione dovrebbe essere più correttamente riferita al concetto, più generale, di Oicr, presente all'art. 1, co. 1, lett. k), T.U.F., secondo il quale un "Organismo di investimento collettivo del risparmio" è «*l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a un politica di investimenti predeterminata*».

---

<sup>105</sup> Con riferimento alla prospettiva della banca cedente, la quale verrà a detenere le quote del "fondo di ristrutturazione", è necessario valutare l'operazione alla luce del principio della "separatezza-banca industria", disciplinata nella Parte Terza, Capitolo 1 della Circolare n. 275 del 17 dicembre 2013 (contenente le "Disposizioni di vigilanza per le banche"). Esse prevedono l'applicazione di una serie di norme prudenziali in capo alla banca, nel caso in cui il fondo possa venire a detenere delle partecipazioni di *equity* nelle società i cui debiti deteriorati siano stati ceduti dalla banca stessa. Le Disposizioni, nella Parte Terza, Capitolo I, Sezione I, Paragrafo 1, infatti, affermano: «*i limiti trovano applicazione, con criteri e modalità specifici, anche per forme di investimento in equity realizzate indirettamente attraverso organismi interposti tra la banca e l'impresa finale [...]*». Sulla questione si veda: P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 721, il quale ritiene più coerente con la politica gestoria dei "fondi di ristrutturazione" ricondurre la fattispecie alla deroga prevista per le "partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria", presente nella Parte Terza, Capitolo I, Sezione IV, Paragrafo 2. In questo modo si evita di inibire la possibilità, per alcune banche, di conferire i propri crediti al fondo.

<sup>106</sup> Il "fondo comune di investimento", secondo l'art. 1, co. 1, lett. j), T.U.F. è un «*OICR costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore*».

Tra i vari beni in cui il patrimonio dell'Oicr può essere investito figurano, quindi, anche i crediti, ivi inclusi quelli erogati a valere sul proprio patrimonio<sup>107</sup>. Dalla definizione emergono due prospettive diverse: da una parte i crediti rientranti nella tipologia di beni oggetto dell'investimento del patrimonio del fondo (vale a dire i crediti oggetto di cessione), dall'altra quelli concessi in operazioni di impiego del patrimonio per il finanziamento delle imprese in crisi<sup>108</sup>.

Al fine di identificare il quadro normativo di riferimento che più si presta a favorire la sequenza procedurale per la ristrutturazione, è necessario fare riferimento al Regolamento del MEF n. 30/2015. In primo luogo, all'art. 10, co. 1, si afferma che gli Oicr (*rectius*, FIA<sup>109</sup>) che investono nella categoria dei "crediti o titoli rappresentativi di credito"<sup>110</sup>, debbano essere necessariamente costituiti in forma chiusa. L'Oicr chiuso, definito nel Testo unico della finanza<sup>111</sup>, è una tipologia di fondo comune ai cui partecipanti è riconosciuta la possibilità di sottoscrivere le quote solamente in corrispondenza dell'atto di costituzione del fondo. Allo stesso modo, il rimborso delle stesse può avvenire unicamente alle scadenze prestabilite.

In secondo luogo, lo stesso art. 10, al sesto comma, prevede che «*i partecipanti a un FIA riservato possono altresì sottoscrivere le quote o le azioni del FIA riservato o di un comparto mediante conferimento di beni in natura o di crediti*». Si può, quindi, affermare

---

<sup>107</sup> I crediti in questione sono richiamati anche all'art. 4, co. 1, lett. e) del Regolamento del MEF n. 30/2015.

<sup>108</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 728.

<sup>109</sup> La definizione di Oicr alternativo, detto anche FIA (Fondo di Investimento Alternativo), è presente nel T.U.F., il quale, all'art. 1, co. 1, lett. *m-ter*), stabilisce che sono considerati FIA «*il fondo comune di investimento, la Sicav e la Sicaf rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE*», direttiva che regola, appunto, i gestori di fondi di investimento alternativi e che comprende nella fattispecie gli organismi di investimento collettivo che «*raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori*», i quali non necessitano dell'autorizzazione specifica per gli OICVM (Organismi d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari).

<sup>110</sup> L'art. 10, co. 1 del Regolamento del MEF n. 30/2015, infatti, afferma che «*sono istituiti in forma chiusa i FIA italiani il cui patrimonio è investito [...] nei beni previsti dall'articolo 4, comma 1, lettere d), e), e f)*», nel quale la lett. e) corrisponde a «*crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr*».

<sup>111</sup> L'Oicr chiuso è considerato, nell'art. 1, co. 1, lett. *k-ter*), T.U.F., «*l'Oicr diverso da quello aperto*». Quest'ultimo, alla lett. *k-bis*) è definito come «*l'Oicr i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valore sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'Oicr*».

che la categoria dei fondi chiusi e riservati è quella che meglio si adatta a realizzare gli obiettivi di ridimensionamento del rischio di perdite da parte delle banche cedenti<sup>112</sup>; sarà poi rimesso al singolo FIA l'individuazione delle specifiche tipologie di beni nelle quali investire il proprio patrimonio, nei limiti previsti dall'art. 4, co. 1 del Regolamento del MEF n. 30/2015, e le politiche gestorie da perseguire<sup>113</sup>.

Tale considerazione non impedisce alla categoria dei fondi d'investimento in questione di assumere anche la forma di FIA chiusi non riservati a investitori professionali. In particolare, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio adottato dalla Banca d'Italia (cosiddetto "Regolamento GCR"), nello stabilire i divieti e le norme prudenziali e di contenimento e frazionamento del rischio, concede ai fondi non riservati di investire in crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr, con il limite, però, che «*l'investimento in crediti verso una stessa controparte non possa eccedere il 10 per cento del totale delle attività del fondo*» e che non può trattarsi di crediti «*con durata superiore a quella del fondo*»<sup>114</sup>. Nonostante ciò, rimane ben più ampio il margine di operatività per i FIA chiusi riservati, i quali, secondo il Regolamento del MEF n. 30/2015 e rispetto a quelli non riservati, sono sottratti sia all'approvazione del proprio regolamento da parte della Banca d'Italia, che al rispetto di alcune delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dall'Autorità di vigilanza stessa per i FIA non riservati<sup>115</sup>.

---

<sup>112</sup> Per FIA riservato si intende un fondo di investimento alternativo «*la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'art. 39*» (art. 1, co. 1, lett. *m-quater*), T.U.F.).

<sup>113</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 729.

<sup>114</sup> Il Titolo V, Capitolo III, Sezione V, paragrafo 5 del Regolamento GCR, riguarda i FIA chiusi non riservati a investitori professionali. In particolare, esso enuclea due distinte tipologie di fondi non riservati, che hanno come oggetto l'investimento in crediti: la prima si riferisce ai «*FIA istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130*», mentre la seconda ai «*FIA che investono in beni di cui al par. 1, lett. e), diversi da quelli istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione*».

<sup>115</sup> Per i FIA chiusi e riservati agli investitori professionali, inoltre, il Regolamento GCR si limita a prevedere che il regolamento del fondo possa prevedere l'utilizzo di una leva finanziaria, ma non oltre il limite di 1,5 e con determinati obblighi di segnalazione stabiliti dalle Istruzioni della Banca d'Italia stesse. Inoltre, come per i FIA non riservati che investono in crediti, anche per quelli riservati l'esposizione verso una stessa controparte non può eccedere il 10% del totale delle attività del fondo. M. BIASIN, M. SCIUTO, *Il fondo di credito diretto*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2016, p. 546.

Ciò premesso, occorre individuare la categoria di fondi nella quale “incasellare” al meglio la fattispecie del “fondo di ristrutturazione”. Innanzitutto, è necessario distinguere i fondi in questione da quelli di *private equity*, i quali investono prioritariamente in strumenti finanziari di *equity* o *quasi-equity*, al contrario dei “FIA di ristrutturazione”, che, per lo meno nella loro fase genetica, investono in crediti, con la possibilità di convertirli in altri tipi di strumenti in un secondo momento. Assimilare le due fattispecie potrebbe portare ad una sbagliata applicazione della disciplina di vigilanza, a tal punto da rendere macchinose le operazioni<sup>116</sup>.

È necessario soffermarsi, inoltre, su quelle tipologie di Oicr che hanno come oggetto di investimento i crediti. In questo senso, è da escludere la riconducibilità ai “FIA istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della l. 130/1999”. Infatti, nei “fondi di cartolarizzazione” la filosofia gestoria è prevalentemente statica, al contrario dei “fondi di ristrutturazione”, nei quali è per natura dinamica<sup>117</sup>.

Nemmeno la categoria dei “fondi che investono in crediti” pare essere idonea a racchiudere i fondi in questione<sup>118</sup>. Con tale locuzione, infatti, si intendono i fondi che investono essenzialmente in crediti perseguendo una filosofia gestoria di tipo conservativo, finalizzata al «*mero recupero, al loro incasso, con le modalità che di volta in volta potranno risultare le più adeguate in virtù della loro natura performing o non performing*»<sup>119</sup>. Al contrario, oggetto della gestione dei “fondi di ristrutturazione” è l’impresa debitrice in crisi, piuttosto che i crediti in quanto tali, potendo questi essere oggetto di rimodulazione della scadenza, di trasformazione ovvero di conversione in *equity*.

---

<sup>116</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 4.

<sup>117</sup> Inoltre, pur potendosi individuare alcune analogie tra l’operazione di cartolarizzazione e il “fondo che investe in crediti”, è necessario sottolineare come nei “fondi di cartolarizzazione” il patrimonio debba necessariamente essere costituito essenzialmente da crediti, al contrario dei “fondi di ristrutturazione”, nei quali non può ritenersi tratto imprescindibile se non solamente per quanto riguarda la fase genetica. In argomento si veda ancora: P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 730.

<sup>118</sup> Si fa riferimento ai fondi presenti al Titolo V, Capitolo III, Sezione V, paragrafo 5 del Regolamento GCR.

<sup>119</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 5.

### 2.3.2 *Segue: ... il comparto “nuova finanza”*

Le considerazioni raggiunte nel paragrafo precedente possono considerarsi valide per quanto riguarda il comparto “crediti ristrutturandi”, vale a dire il *core business* del “fondo di ristrutturazione”. Come accennato, a questo si aggiunge, nella maggior parte dei casi, il comparto “nuova finanza”, pienamente riconducibile ai cosiddetti “Oicr di credito”.

Successivamente all’emanazione del d.l. 18/2016, che ha introdotto tale tipologia di Oicr agli artt. 46-*bis* ss T.U.F., viene data la possibilità, anche ai FIA, di effettuare attività di concessione di finanziamenti nel contesto delle operazioni di ristrutturazione, purché a favore di soggetti diversi dai consumatori<sup>120</sup>. Occorre sottolineare come il decreto in questione abbia natura eminentemente “prudenziale”, dal momento che si limita a disciplinare alcune regole di condotta che dovranno essere adottate dai fondi in questione per lo svolgimento dell’attività. In particolare, si prevede che si estenda, nei confronti degli stessi, la disciplina della trasparenza e le disposizioni sulle sanzioni amministrative del Testo Unico Bancario<sup>121</sup>, oltre agli obblighi di inviare alla Banca d’Italia le segnalazioni periodiche e di partecipare alla centrale dei rischi, anche attraverso banche o intermediari finanziari *ex art.* 106 T.U.B. In questo modo, l’erogazione di finanziamenti da parte degli “Oicr di credito” viene percepita e regolata allo stesso modo di quella effettuata dalle banche, evitando così una “zona franca”, per gli affidati, per quel che

---

<sup>120</sup> Secondo l’art. 46-*bis*, co. 1, T.U.F., «i FIA italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, nel rispetto delle norme del presente decreto e delle relative disposizioni attuative adottate ai sensi degli articoli 6, comma 1, e 39». La locuzione «a valere sul proprio patrimonio» rappresenta una formulazione un po’ ambigua. Secondo alcuni, si è tentato di riportare tale modalità di concessione di finanziamenti all’interno della categoria degli investimenti (in particolare, secondo G. GALLO, *op. cit.*, p. 35). Per altri, invece, viene sancita la possibilità, per gli Oicr, di «impiegare il proprio patrimonio erogando credito diretto, e non solo rilevando crediti preesistenti», vale a dire tramite credito cosiddetto “puro”, originato direttamente dal fondo attraverso la conversione della dotazione patrimoniale iniziale in *asset*. Tale interpretazione pare essere confermata anche a livello di normativa secondaria dall’art. 4, co. 1, lett. e) del Regolamento del MEF n. 30/2015. È chiaro come, con la locuzione in esame, il legislatore abbia voluto introdurre delle ulteriori misure in ottica di ristrutturazione e salvaguardia degli *asset*. In argomento si veda: M. BIASIN, M. SCIUTO, *op. cit.*, p. 543.

<sup>121</sup> L’art. 46-*quater*, co. 1, T.U.F., infatti, stabilisce che «ai crediti erogati in Italia da parte di FIA italiani e FIA UE, a valere sul proprio patrimonio, si applicano le disposizioni sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti di cui al Titolo VI, Capi I e III, con esclusione dell’articolo 128-*bis*, e le disposizioni sulle sanzioni amministrative di cui al Titolo VIII, Capi V e VI, del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, fermo restando quanto previsto dall’articolo 23, comma 4 del presente decreto».

riguarda il monitoraggio dell'esposizione<sup>122</sup>. Infine, la disciplina in questione non pare poter assumere alcuna portata "strutturale". Alla definizione di "Oicr di credito" non si potrà ricondurre, quindi, nessuna valenza "tassonomica" in aggiunta alle categorie presenti nella normativa secondaria<sup>123</sup>.

In conclusione, è possibile ricondurre all'"Oicr di credito" qualunque tipologia di Oicr che investa in "crediti erogati a valere sul proprio patrimonio"<sup>124</sup>, il quale dovrà essere necessariamente un FIA chiuso, che potrà poi essere riservato ad investitori professionali ovvero non riservato. Per quel che riguarda i "fondi di ristrutturazione", l'attività di finanziamento in questione si aggiungerà, come accessoria, al *core business* del comparto "crediti ristrutturandi", supportando le politiche di ristrutturazione attraverso l'apporto della cosiddetta "nuova finanza". In tale veste, il "fondo di ristrutturazione", ovvero il suo comparto "nuova finanza", è pienamente qualificabile come "Oicr di credito" e di conseguenza, a livello strutturale, ai "fondi che investono in crediti". In quanto tale, ad esso risulterà applicabile la disciplina prudenziale presente nel Regolamento GCR, in ordine ai requisiti di concentrazione, durata dei finanziamenti e leva finanziaria<sup>125</sup>.

La controversa locuzione "investire in crediti erogati a valere sul patrimonio dell'Oicr" consente, quindi, di aumentare la possibilità di finanziamento di economie terze, mettendo così in discussione la concezione di fondo comune di investimento inteso come semplice veicolo di investimento.

I "fondi di ristrutturazione", dunque, si prestano perfettamente alla gestione di quei crediti deteriorati per i quali è necessaria una politica gestoria dinamica, evolutiva e specifica per ciascuna impresa, al fine della ristrutturazione della stessa attraverso l'apporto di "nuova finanza".

Secondo la normativa, rientrano nella *ratio* dei "fondi di ristrutturazione" i fondi comuni di investimento e le Sicaf, con la differenza che, mentre per le seconde ad essere

---

<sup>122</sup> M. BIASIN, M. SCIUTO, *op. cit.*, p. 550.

<sup>123</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 6.

<sup>124</sup> In questo senso, non è necessario che l'"Oicr di credito" abbia come oggetto esclusivo, o anche solo principale, l'attività di finanziamento. Nulla esclude, però, che tale tipologia di fondo possa avere come unica *asset class* quella riguardante la concessione di crediti erogati a valere sul proprio patrimonio.

<sup>125</sup> P. CARRIERE, *op. cit.*, p. 737.

investito è il patrimonio della società stessa, la quale assume anche il ruolo di gestore<sup>126</sup>, per i fondi comuni di investimento tale incarico è assunto da una società di gestione del risparmio (cosiddetta Sgr), la quale è, quindi, anche controparte contrattuale con i terzi. Nonostante questa strutturale, ma anche operativa, differenza tra fondi comuni di investimento e Sicaf (a struttura “contrattuale” i primi, “societaria” i secondi), le considerazioni fin qui svolte, riguardanti i “fondi di ristrutturazione”, valgono anche per i FIA che adottano forma societaria, nonostante si faccia prevalentemente riferimento ai fondi comuni di investimento<sup>127</sup>.

Le dinamiche appena sviluppate hanno implicato una revisione di alcuni principi cardine dell’ordinamento finanziario, comportando l’estensione di alcuni classici paradigmi operativi delle banche ai soggetti fin qui trattati<sup>128</sup>.

### 2.3.3 *La riserva di attività*

L’operatività dei fondi in parola richiama quella delle banche e degli intermediari di cui all’art. 106 T.U.B. Benché, come evidenziato in precedenza, i “fondi di ristrutturazione” siano per lo più, se non esclusivamente, costituiti sotto forma di FIA riservati, alcuni aspetti potrebbero comportare, oltre che un’esigenza di tutela del pubblico risparmio, una possibile sovrapposizione dell’attività del fondo con la riservata attività bancaria.

Dal punto di vista della “raccolta”, è necessario sottolineare che, seppur raramente, i “fondi di ristrutturazione” potrebbero essere anche non riservati ai soli investitori qualificati, con la possibilità, quindi, di poter rivolgere la propria attività nei confronti della cosiddetta clientela *retail*, divenendo potenzialmente suscettibile di essere considerata “presso il pubblico”, come definita dall’art. 11 T.U.B. Effettivamente, però, la nozione di “gestione collettiva del risparmio” si riferisce ad una raccolta operata «*tra*

---

<sup>126</sup> Nel caso dei “fondi di ristrutturazione”, ovvero FIA chiusi (riservati e non), si fa riferimento all’art. 1, co. 1, lett. *p*), il quale definisce il “gestore di FIA UE (GEFIA UE)”, vale a dire «*la società autorizzata ai sensi della direttiva 2011/61/UE in uno Stato dell’UE diverso dall’Italia, che esercita l’attività di gestione di uno o più FIA*».

<sup>127</sup> M. BIASIN, M. SCIUTO, *op. cit.*, p. 545.

<sup>128</sup> G. GALLO, *op. cit.*, p. 18.

*una pluralità di investitori*<sup>129</sup> e non necessariamente «*tra il pubblico*»<sup>130</sup>. Essa pare racchiudere, quindi, un aggregato più specifico di soggetti verso i quali svolgere tale attività<sup>131</sup>.

Ulteriore, fondamentale, differenza risiede nel fatto che la raccolta, operata mediante la collocazione delle quote del “fondo di ristrutturazione” tra il pubblico, non avviene con la promessa di una restituzione incondizionata, bensì «*nella prospettiva di una gestione conforme ad una politica di investimento predeterminata e condivisa dal risparmiatore*». Ci troviamo in presenza, quindi, di una consapevole assunzione di rischi da parte degli investitori, che non solleva particolari esigenze di tutela, almeno per quanto riguarda l'applicazione della disciplina prudenziale dell'attività bancaria e della relativa riserva di legge, facendo sì che si vada marcando una differenza qualitativa rispetto al risparmio raccolto dagli istituti bancari<sup>132</sup>.

Successivamente all'analisi dedicata all'attività di raccolta, è necessario esaminare le possibili commistioni, riguardanti l'impiego delle risorse finanziarie, con la riserva di attività di banche e intermediari *ex art. 106 T.U.B.* Vi è, dunque, l'esigenza di identificare il perimetro di operatività entro il quale i “fondi di ristrutturazione” possono operare. A questo fine, è necessario fare riferimento ai FIA specializzati in crediti, nei quali, accanto al comparto dedicato ai crediti “investiti”, si rileva quello dei crediti “erogati”.

Come visto in precedenza, l'art. 46-*bis* afferma che «*i FIA italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori [...]*». La preclusione disposta in detta norma deve essere interpretata con riferimento ai fondi che esercitano attività di *direct lending*, come avviene nel caso dei “fondi di

---

<sup>129</sup> Come disposto dall'art. 1, co. 1, lett. k), T.U.F.

<sup>130</sup> Come avviene per l'acquisizione dei fondi ai fini della raccolta del risparmio, da parte delle banche, di cui all'art. 11 T.U.B.

<sup>131</sup> Tale considerazione si limita ad analizzare un dato letterale, che di per sé non parrebbe concludente. In argomento si veda: G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di “organismo di investimento collettivo del risparmio a seguito della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. Soc.*, 2015, p. 399.

<sup>132</sup> Secondo autorevole dottrina, al contrario di quanto appena affermato, il rischio in questione risulta notevolmente diversificato e, di conseguenza, attutito, perciò esso «*non avviene con una primaria connotazione di investimento consapevole in un'attività imprenditoriale a rischio, quanto come forma di affidamento di risparmio inconsapevole per una gestione tecnica capace di minimizzare il rischio*», “sfociando”, così, nella riservata attività di raccolta effettuata dalle banche. (P. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, in *Riv. Soc.*, 1992, pp. 731 ss). Riguardo le difficoltà interpretative, in prossimità di zone di “confine”, riconducibili alla “raccolta tra una pluralità di investitori”, si veda anche: G. SANDRELLI, *op. cit.*, pp. 400 ss.

ristrutturazione”. A questo proposito, è doveroso far presente che, ai sensi dell’art. 121, co. 1, lett. c), T.U.B., per contratto di credito al consumo si intende «*il contratto con cui un finanziatore concede o si impegna a concedere a un consumatore un credito sotto forma di dilazione di pagamento, di prestito o di altra facilitazione finanziaria*». Si richiama, dunque, un’attività di erogazione che si identifica in quella posta in essere dalle banche, la quale è riservata esclusivamente a queste e agli intermediari finanziari di cui all’art. 106 T.U.B.<sup>133</sup>, soggetti che, successivamente, conferiranno ai fondi i crediti deteriorati. Quindi, nonostante la *ratio* particolarmente ampia di finanziatori sottoposti alla normativa sui contratti di credito ai consumatori, si può affermare che l’operatività dei “fondi di ristrutturazione” non comporta, in alcun modo, violazione della riserva dell’attività di finanziamento esercitata dagli istituti bancari<sup>134</sup>.

In conclusione, «*l’impiego nelle operazioni di cui trattasi di crediti originariamente concessi da banche a consumatori non può indurre a ravvisare in questi ultimi la controparte negoziale dei fondi, la quale invece va individuata esclusivamente nell’ente creditizio che ha ceduto i crediti deteriorati*»<sup>135</sup>. Non si applicano, dunque, le norme di vigilanza a cui sono sottoposte banche e intermediari *ex art.* 106 T.U.B.

Tuttavia, non può escludersi che i finanziamenti erogati dai “fondi di ristrutturazione” possano essere rivolti ad una pluralità, più o meno ampia, di investitori, seppur con l’esclusione dei consumatori, soprattutto nel caso di costituzione sottoforma di FIA chiuso non riservato ad investitori professionali<sup>136</sup>.

L’ampia disponibilità di crediti deteriorati nel settore bancario ha destato l’attenzione, oltre che delle autorità di vigilanza, dei gestori di fondi stessi, i quali hanno individuato

---

<sup>133</sup> P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario. App. di agg. al D.Lgs. 27/1/2010, n. 11 e al D.Lgs. 13/8/2010, n. 141*, Milano, 2010, p. 24.

<sup>134</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 40. In argomento si veda anche: G. ALPA, P. GAGGERO, *Commento sub art. 121 tub*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano, 2018, pp. 2118 ss; M. R. MAUGERI, *Art. 121. Definizioni*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. COSTA, Torino, 2013, p. 1416 ss.

<sup>135</sup> Si pensi, per esempio, alla cessione di crediti *Unlikely To Pay* (considerati, ai fini di questo lavoro, sinonimi degli *NPLs*) ad un fondo. In questo caso non sussistono impedimenti, per il debitore ceduto, a intrattenere ulteriori nuovi rapporti con la banca cedente, in assenza di ulteriori sintomi di anomalia. In argomento si veda: F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 40.

<sup>136</sup> La considerazione in questione è valida assumendo quanto affermato dal d.m. 53/2013, il quale, all’art. 3, co. 1, afferma che «*l’attività di concessione di finanziamenti si esercita nei confronti del pubblico qualora sia svolta nei confronti di terzi con carattere di professionalità*». In argomento si veda: M. BIASIN, M. SCIUTO, *op. cit.*, p.553; G. SANDRELLI, *op. cit.*, p 415.

l'opportunità di consolidare, all'interno del patrimonio del FIA, un insieme diversificato di esposizioni, con l'obiettivo di amministrarli secondo le regole della gestione collettiva del risparmio<sup>137</sup>.

A livello europeo, i Fondi di Investimento Alternativi sono stati disciplinati per la prima volta attraverso la direttiva 2011/61/UE, vale a dire la “*Alternative Investment Fund Managers Directive*”, cosiddetta “AIFMD”, la quale è stata recepita, nell'ordinamento italiano, dal d.lgs. 44/2014. Essa è nata dall'esigenza di disciplinare un fenomeno che, a seconda delle strategie utilizzate nella gestione dei fondi, potrebbe contribuire a diffondere i rischi sistemici sui mercati<sup>138</sup>. A questo fine, il legislatore europeo, vista l'eterogeneità dei fondi dal punto di vista della natura, dell'oggetto e del funzionamento, si è focalizzato sulla disciplina dei gestori e non su quella dei fondi stessi.

Nonostante l'evoluzione che la disciplina italiana sulla gestione collettiva ha subito nel corso degli anni<sup>139</sup>, permane il principio secondo il quale tale attività rimane riservata e soggetta ad autorizzazione, la quale, inoltre, consente di gestire qualunque tipo di organismo di investimento collettivo del risparmio, a prescindere dalle caratteristiche e dalla natura del fondo<sup>140</sup>.

Come delineato nei paragrafi precedenti, il “fondo comune di ristrutturazione” può essere istituito sottoforma di fondo comune di investimento ovvero di Sicaf. Nel primo caso il fondo costituisce un patrimonio autonomo rispetto al gestore, vale a dire la Sgr che lo ha istituito, la quale, quindi, dovrà essere in possesso dell'autorizzazione

---

<sup>137</sup> Non si può parlare, in questo caso, di arbitraggio regolamentare al fine dell'applicazione di una normativa più favorevole. Bensì si tratta di una soluzione strategica, adottata dalle banche, al fine di trasferire l'onere di ottenere l'adempimento del debitore ad un gestore specializzato.

<sup>138</sup> In argomento si veda: E. GUFFANTI, *La direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Le soc.*, 2011, pp. 1181 ss.

<sup>139</sup> L'entrata in vigore del Testo unico della finanza, nel 1998, ha «determinato l'abbandono del legame, di origine legislativa, tra società di gestione e patrimonio autonomo e, di conseguenza, la riformulazione dei modelli organizzativi utilizzati» fino alla sua introduzione. Per una sintetica ricostruzione della normativa in tema di gestione collettiva del risparmio, prima dell'emanazione del T.U.F., si veda: M. MIOLA, *Commento all'art. 33 del TUF*, in *Commentario al Testo unico della Finanza*, a cura di G. F. CAMPOBASSO, Torino, 2002, p. 287 ss.

<sup>140</sup> Come affermato dall'art. 32-*quater* T.U.B., «l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sgr, alle Sicav, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano, secondo le disposizioni del presente titolo».

dell'Autorità di vigilanza<sup>141</sup>. Al contrario, le Sicaf, dedite alla gestione dei crediti deteriorati, sono costituite in forma “societaria”, più in particolare di FIA chiusi, aventi «*per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi*»<sup>142</sup>.

Con riferimento al “fondo di ristrutturazione” gestito da una società di gestione del risparmio, l'art. 34, co. 1, T.U.F. prevede che la Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizzi le Sgr all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio. Inoltre, l'albo nel quale le Sgr devono risultare iscritte, ai sensi dell'art. 35, co. 1, T.U.F., prevede una sezione apposita per le società che gestiscono i FIA. Fermo restando il principio dell'autorizzazione unica, le informazioni che ciascuna Sgr dovrà presentare ai fini del rilascio della stessa saranno differenti a seconda della tipologia di Oicr che andranno a gestire<sup>143</sup>.

Allo stesso modo, qualora l'attività sia svolta in forma “societaria” e siano verificati i requisiti per l'autorizzazione, la Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza le Sicaf alla gestione collettiva del risparmio. L'*iter* procedimentale per il conseguimento dell'autorizzazione, rilasciata dalla Banca d'Italia entro il termine di 90 giorni dalla data di ricevimento della domanda, fa riferimento al possesso da parte del richiedente di puntali requisiti<sup>144</sup>, che riflettono quelli ordinariamente richiesti a coloro che intendono svolgere una attività finanziaria riservata, con la particolarità, per quanto riguarda lo

---

<sup>141</sup> L'art. 36, co. 1, T.U.F., infatti, afferma che «*il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o dalla società di gestione subentrata nella gestione, in conformità alla legge e al regolamento*».

<sup>142</sup> Come disposto dall'art. 1, co. 1, lett. *i-bis*), T.U.F. Nello specifico, stando alla Direttiva AIFMD, la Sicaf può essere sia un fondo alternativo di investimento (FIA), che un gestore di fondi (GEFIA). Inoltre, può gestire direttamente il proprio patrimonio o affidarne la gestione ad un gestore esterno. Sulle peculiarità delle Sicaf, si veda: P. CARRIERE, *La riformulazione della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 449 ss.

<sup>143</sup> R. LENER, C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, 2015, p. 175.

<sup>144</sup> Ci si riferisce alla presenza di: *a*) un capitale sociale minimo iniziale, interamente versato, pari ad un milione di euro; *b*) requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità, da parte dei soggetti con funzioni amministrative, di direzione e di controllo; *c*) requisiti di onorabilità idonei ad assicurare la sana e prudente gestione della Sicaf da parte dei titolari di partecipazioni qualificate.

statuto, di affiancare alle previsioni normative tipiche delle società per azioni quelle proprie della gestione collettiva del risparmio<sup>145</sup>.

L'art. 35-ter, infine, prevede la tenuta di un albo da parte della Banca d'Italia, con la peculiarità, esclusivamente per le Sicaf, della presenza di una sola sezione.

#### 2.3.4 *La soggettività e l'autonomia patrimoniale*

Al fine della gestione dei fondi, vige una piena equiparazione tra Sicaf e Sgr. Infatti, il quadro normativo europeo, ai sensi dell'art. 2, co 2, lett. c), AIFMD, stabilisce che sia irrilevante la struttura giuridica assunta da un GEFIA, come è irrilevante che «*il FIA sia costituito in forza del diritto contrattuale, in forma di negozio fiduciario, per legge o che abbia altra forma giuridica*», seppur con il limite, per i “fondi di ristrutturazione” gestiti da una Sgr, della costituzione sotto forma di FIA chiusi.

La scelta del modello di gestione collettiva incide, esclusivamente, sull'imputazione degli effetti delle attività esercitate. In particolare, nel modello “contrattuale”, i risultati dell'attività esercitata dal gestore, per conto proprio e in regime di riserva, vengono imputati a patrimoni differenti: quello del gestore (in relazione all'attività riservata, esercitata nell'interesse della Sgr stessa) e quello del fondo (in seguito all'attività di gestione delle partecipazioni).

Al contrario, nel modello “societario” dette attività convergono in una sola, imputando gli effetti nel patrimonio sociale. La “frammentazione” di tali effetti avviene in presenza di eventuali comparti e, dunque, di una pluralità di patrimoni autonomi<sup>146</sup>.

Quindi, se la scelta del modello di gestione incide sull'imputazione degli effetti delle attività, al contrario, nessuna differenza si nota in termini di esercizio dell'attività di assunzione delle partecipazioni.

Ai fini di un completo inquadramento dei “fondi di ristrutturazione”, è necessario fare delle puntualizzazioni riguardo alcuni aspetti relativi alla soggettività patrimoniale. Con soggettività si intende la capacità di autodeterminazione del fondo, attraverso l'attribuzione allo stesso di un ruolo non solo passivo, in relazione all'imputazione dei risultati dell'investimento, ma anche attivo, attraverso, ad esempio, la capacità di assumere decisioni gestorie. Nel caso del “fondo di ristrutturazione” gestito sotto forma

---

<sup>145</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 676.

<sup>146</sup> L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, 2018, p. 44.

di Sicaf, esso viene costituito in società per azioni. Per questo motivo non vi sono dubbi riguardo la sua piena soggettività, essendo dotato *ex lege* di personalità giuridica. Non si porrebbe, dunque, alcun tema di titolarità, legittimazione processuale, pubblicità ovvero responsabilità per incapacienza, connesso a possibili difetti di soggettività. La Sicaf, infatti, è titolare dei beni che compongono il suo patrimonio e in quanto tale è in grado di ricorrere ad indebitamento, citare terzi in giudizio e accedere alle modalità di liquidazione del proprio patrimonio secondo le misure previste dalla disciplina delle crisi<sup>147</sup>.

Diverso è il tema del “fondo di ristrutturazione” istituito sotto forma di fondo comune di investimento. Negli anni si è a lungo discusso riguardo la possibile attribuzione di soggettività al fondo e, attualmente, deve ritenersi superata la teoria che affermerebbe la sua presenza. Il dato letterale della disciplina vigente è chiaro al riguardo: l’attuale previsione contenuta nell’art 36, co. 4, T.U.F., infatti, prevede che «*ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società*», inoltre, «*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo*». Il comma citato va a sostituire quanto stabilito nel precedente testo dell’art. 36, co. 6, T.U.F., il quale affermava che «*delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*», riconoscendo, in questo modo, una qualche possibilità di autodeterminazione al fondo comune di investimento<sup>148</sup>.

---

<sup>147</sup> Le considerazioni effettuate sono valide sia per quanto riguarda la Sicaf autogestita (la cui gestione è affidata al consiglio di amministrazione della società stessa), sia per quella eterogestita (amministrata da un gestore esterno di natura societaria). Il ricorso ad un gestore che non sia la Sicaf stessa non dà luogo ad alcun fenomeno traslativo della proprietà dei beni, i quali rimangono appartenenti alla società stessa. In argomento si veda: P. BASILE, *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. ban.*, 2017, pp. 125 ss.

<sup>148</sup> La possibilità di un riconoscimento di soggettività giuridica al fondo comune trovava riscontro in alcune disposizioni, alcune tutt’ora in vigore. Tra queste la nozione di Oicr, presente all’art. 1, co. 1, lett. k), T.U.F., che con la locuzione «*il cui patrimonio*» sembrerebbe riferire la titolarità del patrimonio all’Oicr stesso. Anche nella normativa secondaria alcune disposizioni sembrerebbero esprimersi a favore della soggettività del “fondo di ristrutturazione”: in particolare, al Titolo V, Capitolo III, Sezione V, paragrafo 1 del Regolamento GCR, si dice «*il FIA istituito in forma chiusa investe il proprio patrimonio*». In argomento di veda: L. ARDIZZONE, *op. cit.*, p. 85.

In altri termini, il fondo comune, in quanto sprovvisto di soggettività, risulta inadatto ad assumere la posizione di titolare di situazioni giuridiche<sup>149</sup>. La gestione è, quindi, un'attività svolta dalla società per conto del fondo, vale a dire nell'interesse dei suoi partecipanti, ma pur sempre in nome proprio. Di conseguenza, la titolarità dei diritti acquistati e degli obblighi assunti deve riferirsi alla società di gestione del risparmio stessa, la quale risponderà, come stabilito dal quarto comma, di eventuali obbligazioni con il patrimonio del fondo<sup>150</sup>.

In questo senso si è espressa anche la Cassazione, affermando che «*i fondi comuni di investimento [...] costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare effettuato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla società di gestione*»<sup>151</sup>. La Corte, in questo caso, oltre a ribadire la mancanza di soggettività del fondo, stabilisce che la società di gestione ha la “titolarità formale” dei beni di appartenenza dello stesso, con gli investitori che rimangono “proprietari sostanziali” dei medesimi beni.

È inequivocabile, quindi, la riferibilità alla Sgr delle obbligazioni contratte per conto del fondo e della connessa responsabilità. Allo stesso tempo, tuttavia, vi è l'impossibilità per i creditori del fondo di rivalersi nei confronti della società di gestione, a prescindere dalla capienza del fondo, come stabilito dall'art. 36, co. 4, T.U.F. attraverso la locuzione «*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il*

---

<sup>149</sup> Contrariamente a quanto affermato, si sono espresse alcune dottrine, secondo le quali «*l'attuale formulazione non pare in alcun modo fornire indici ermeneutici definitivi sul tema della soggettività o meno del fondo, limitandosi pur opportunamente a chiarire i confini di responsabilità della SGR*». Molte questioni irrisolte, riguardanti, per esempio, obbligazioni sia di natura contrattuale che extracontrattuale, parrebbero risolvibili solo nel riconoscimento di una qualche soggettività in capo ai fondi d'investimento. Tale soluzione parrebbe più coerente visto la presenza, nell'ordinamento, di alcuni elementi, quali: la previsione di un organo del fondo, individuabile nell'assemblea dei sottoscrittori; l'imputazione al fondo dei debiti contratti durante la gestione; la previsione di una procedura liquidatoria concorsuale apposita e distinta da quella delle Sgr. Per approfondimenti a riguardo, si veda: P. CARRIERE, *La “crisi” dei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, III, p. 264; L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, 2016, p. 1130.

<sup>150</sup> Si può affermare che il fondo diviene “oggetto di poteri”. In particolare, oltre a quello, già citato, di gestione, viene sottoposto ad un potere esecutivo riconosciuto dalla legge ad una specifica classe di creditori sociali. In argomento si veda: G. FERRI JR, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2015, III, p. 5.

<sup>151</sup> Cass. Civ., Sez. I, sent. 16605 del 15 luglio 2010.

*patrimonio del fondo medesimo*». In questo senso è necessario considerare l'eventualità che il fondo comune possa risultare incapiente, condizione che si verifica quando il valore del complesso degli elementi attivi è inferiore alle passività. In questo caso i creditori per conto del fondo dispongono, come unica garanzia in loro possesso, dei beni che compongono lo stesso, dal momento che la società di gestione non può essere chiamata a rispondere con il proprio patrimonio<sup>152</sup>. A fronte di questa forma di tutela dei creditori, l'art. 57, co. 3-bis, T.U.F. stabilisce che, in caso di procedura concorsuale, «*i partecipanti ai fondi o ai comparti hanno diritto esclusivamente alla ripartizione del residuo netto di liquidazione in misura proporzionale alle rispettive quote di partecipazione*». Gli investitori del fondo, dunque, diventano titolari di una mera pretesa residuale, avente ad oggetto il suo valore netto, cioè quello che eccede l'importo delle passività.

Come visto in precedenza, lo stesso quarto comma qualifica il fondo comune come “patrimonio autonomo”, separandolo, in questo modo, sia dal patrimonio del gestore, sia da quello degli investitori e di altri eventuali fondi gestiti dal medesimo gestore. Così, mentre nel fondo istituito sottoforma di modello “societario” la responsabilità limitata consegue alle ordinarie regole delle società per azioni, in presenza di “fondi di investimento” si esclude espressamente «*un rischio patrimoniale in misura superiore rispetto a quanto apportato al fondo*»<sup>153</sup>. Ci si trova, dunque, in presenza di un'autonomia patrimoniale “perfetta”<sup>154</sup>, frutto della preoccupazione di assicurare un'adeguata tutela agli investitori. Tale tutela ricopre una funzione fondamentale, in particolare in caso di conferimenti ad un “fondo di ristrutturazione”, il quale, investendo in crediti deteriorati, presenta un grado di rischio più elevato rispetto ad una qualsiasi altra tipologia di fondo di investimento.

---

<sup>152</sup> Riguardo il possibile conflitto tra i creditori per conto del fondo, in caso di ricorso a procedure concorsuali, si veda: G. FERRI JR, *op. cit.*, pp. 5 ss.

<sup>153</sup> L. ARDIZZONE, *op. cit.*, p. 89.

<sup>154</sup> In approfondimento all'autonomia patrimoniale “perfetta”, si veda: A. SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. Comm.*, 2011, pp. 1145 ss; P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la “natura giuridica” dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. Soc.*, 2012, pp. 757 ss.

### 2.3.5 *Il rapporto tra gestori ed investitori*

Alla luce di quanto detto riguardo le modalità di costituzione dell'Oicr, non può omettersi di sottolineare il divario esistente tra i rapporti che legano i quotisti alla Sgr, nel caso di costituzione in forma “contrattuale”, e quelli che intercorrono tra gli azionisti e le società di riferimento, in forma “societaria”. In questo senso, tale divario trova concreta attuazione nel complesso dispositivo che disciplina detti rapporti, da ricondurre alle prescrizioni della normativa speciale e del regolamento del fondo, nel primo caso, ed alle norme codicistiche e allo statuto, nel secondo.

Per l'analisi del rapporto che intercorre tra la Sgr e gli investitori del fondo vi è la necessità di far riferimento alle indicazioni della giurisprudenza. In particolare, la sentenza della Cass., n. 16605 del 2010 esclude «*l'esistenza di un rapporto di mandato o di rappresentanza tra la [...] società di gestione ed il fondo: perché questo implicherebbe una duplicità soggettiva che non è invece ravvisabile*». Quanto affermato, oltre ad escludere la soggettività del fondo, attribuisce ai partecipanti riuniti in assemblea un ruolo del tutto marginale, circoscrivendo i poteri degli stessi ad un mero controllo formale, estraneo alle politiche in investimento. Tali poteri si limitano a quanto previsto dall'art. 37, co. 3, T.U.F., vale a dire a prevedere che «*i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore*». Si riconosce, quindi, alla Sgr la capacità di agire senza possibili interferenze da parte dei sottoscrittori, «*facoltà ritenuta non configurabile in capo al fondo, stante l'avviso [...] della mancanza in esso di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna*»<sup>155</sup>. Ne consegue una configurabilità giuridica nella quale, a fronte degli *asset* conferiti ai “fondi di ristrutturazione”, si riconduce la mera titolarità delle quote nei patrimoni dei sottoscrittori<sup>156</sup>.

Si può affermare, dunque, che il rapporto che intercorre tra la Sgr ed i sottoscrittori delle quote del fondo non è riferibile al mandato, bensì si sostanzia in un'attività svolta secondo «*criteri standardizzati che non lasciano spazio alla considerazione delle*

---

<sup>155</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 670.

<sup>156</sup> Si parla, in questo caso, di mera finanziarizzazione dei patrimoni degli intermediari. In argomento si veda: S. CERVONE, *Performance dell'immobiliare e dei fondi immobiliari*, in *Fondi immobiliari ad apporto specializzati*, a cura di C. CACCIAMANI, Napoli, 2006, pp. 3 ss.

*esigenze individuali dei singoli investitori*<sup>157</sup>, riconducibile alla “gestione di portafoglio”.

Nello specifico caso dei “fondi di ristrutturazione”, l’investitore, vale a dire la banca cedente, affida alla Sgr l’amministrazione di una parte dei propri crediti deteriorati, confidando nella professionalità delle politiche gestorie di quest’ultima. È indispensabile che l’amministrazione avvenga sulla base di criteri stabiliti unilateralmente da parte del gestore, contenuti nel regolamento, escludendo possibili poteri di intervento dei quotisti nello svolgimento della propria attività.

Si può affermare, infine, che nei “fondi di ristrutturazione”, istituiti sottoforma di “fondi comuni di investimento”, vige il requisito di “autonomia” di chi gestisce nei confronti di chi investe, che si estrinseca nell’assegnazione alla sola Sgr dei poteri di gestione<sup>158</sup>. Tale concetto è richiamato anche dal Regolamento GCR, il quale afferma che *«l’attività di gestione collettiva è svolta dal gestore in autonomia dai partecipanti agli OICR; i partecipanti, pertanto, non dispongono di poteri connessi alla gestione operativa dell’OICR e delle attività in portafoglio[...]*<sup>159</sup>.

Detto ciò, diviene necessario segnalare la possibilità, per il quotista di maggioranza, di revocare il gestore senza giusta causa<sup>160</sup>, attribuendo a tale investitore un’influenza di una rilevanza tale da poter minare l’autonomia fin qui esaminata. In questo caso, compito del gestore è quello di assicurare una corretta realizzazione delle politiche gestorie stabilite dal regolamento del fondo e condivise dai quotisti, visto il principio cardine secondo il quale la Sgr resta comunque responsabile della propria gestione nei confronti dei partecipanti, il che costituisce uno stimolo al mantenimento dell’autonomia<sup>161</sup>.

Qualora gli intermediari intendano svolgere il servizio di gestione collettiva attraverso uno schema societario, essi dovranno procedere alla costituzione di una Sicaf e al

---

<sup>157</sup> F. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni di investimento*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2015, p. 302.

<sup>158</sup> In tal senso si esprime anche l’art. 1, co. 1, lett. k), T.U.F., il quale definisce un Oicr come un *«un organismo [...] gestito in monte nell’interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi [...]»*.

<sup>159</sup> Titolo I, Capitolo II, Sezione II, Paragrafo 1 del Regolamento GCR. Nello stesso paragrafo si sottolinea come vi sia l’opportunità, per i FIA riservati, di un’attribuzione di poteri consultivi ai partecipanti al fondo, che però non fanno venire meno il requisito di autonomia richiesto per ai fondi in questione.

<sup>160</sup> Ci si riferisce alla possibilità presente all’art. 37, co. 3, T.U.F.

<sup>161</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 672.

conseguente conferimento dei crediti deteriorati<sup>162</sup>. Ne conseguirà una diversa relazione, rispetto a quella vista in precedenza, tra investitori e gestori.

Nel modello societario, nel rispetto del principio di autonomia, si possono individuare due potenziali categorie di soci: i gestori, ai quali è attribuito il potere di amministrare il patrimonio raccolto, e gli investitori, estranei rispetto all'assunzione di specifiche scelte gestorie. Innanzitutto, «*il fatto che la normativa secondaria faccia salvo [...] l'esercizio dei diritti riconosciuti agli investitori in qualità [...] di azionisti di Sicaf, deve essere inteso quale conferma del diritto di esercitare il voto assembleare, ma pur sempre nei limiti del requisito di autonomia*»<sup>163</sup>. Lo stesso Regolamento GCR, infatti, include negli indici della sussistenza di un'influenza dei quotisti sulla gestione il riconoscimento, agli stessi, di un «*potere di impedire l'adozione di decisioni attraverso l'esercizio di un diritto di veto o per effetto dell'ammontare dei quorum stabiliti per l'assunzione delle decisioni degli organi societari*»<sup>164</sup>.

Non si pongono problemi, quindi, circa l'esercizio del voto assembleare da parte dei soci investitori, il quale è connotato essenziale della gestione in forma societaria e comporta la possibilità di assumere decisioni di competenza dell'assemblea dei soci, tra cui anche quelle attinenti alla politica di investimento. Su un piano differente, invece, si pongono le delibere dei soci che potrebbero incidere sulle specifiche scelte gestorie, ostacolando, così, il principio di autonomia. Non risulta ipotizzabile, a riguardo, la previsione di un'autorizzazione assembleare per il compimento dei singoli atti riguardanti la gestione del patrimonio<sup>165</sup>.

Diverso è il caso che si riferisce al mero “parere non vincolante”, fornito dai soci investitori, con il quale ci si limita ad attribuire ad essi una semplice competenza

---

<sup>162</sup> Venendo all'esame delle Sicaf, va precisato che il patrimonio non è soggetto a continua variabilità, come, invece, avviene per le Sicav, essendo costituite sottoforma di Oicr chiuso.

<sup>163</sup> L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. Soc.*, 2016, pp. 1094 ss.

<sup>164</sup> Titolo I, Capitolo II, Sezione II, Paragrafo 1, Regolamento GCR.

<sup>165</sup> Vi è una deroga all'art. 2364, co. 1, n. 5), c.c., il quale, per l'appunto, attribuisce il potere all'assemblea ordinaria di deliberare sui singoli atti in mancanza di un consiglio di sorveglianza. Inoltre, la negazione di un'eventuale autorizzazione corrisponde all'esercizio di un potere di veto, che, come affermato dalla già citata regolamentazione secondaria, al Titolo I, Capitolo II, Sezione II, Paragrafo 1, Regolamento GCR, è vietato. In merito all'esercizio del voto per la nomina dell'organo amministrativo, profilo che presenta profili di maggiore delicatezza, si veda, in approfondimento: L. ARDIZZONE, *op. cit.*, pp. 1099 ss.

consultiva, frequentemente riconosciuta anche nei “fondi di ristrutturazione” istituiti in forma contrattuale<sup>166</sup>.

Dal punto di vista applicativo, quindi, si assiste ad una “importazione” delle caratteristiche proprie della gestione collettiva attuata mediante il modello “contrattuale” in capo alla disciplina delle Sicaf, nelle quali i rapporti tra soci gestori e investitori assumono i connotati di quelli pendenti tra gli amministratori della Sgr e i quotisti del fondo. La figura dell’investitore “azionista”, dunque, viene assimilata a quella del sottoscrittore del fondo, pur essendo diversa dal punto di vista giuridico. Si consideri, per esempio, come il primo sia tenuto all’osservanza di obblighi statutari, in particolare a quelli riguardanti la politica di investimento, analoghi a quelli previsti per il secondo dal regolamento del fondo comune.

Concludendo, si può rilevare come le società in questione, qualora siano istituite in forma riservata, costituiscano uno strumento appetibile per gli investitori professionali, interessati a cedere il proprio *stock* di crediti deteriorati. Detta tipologia di “fondi di ristrutturazione”, infatti, ha una durata che va da 10 a 12 anni e permette una realizzazione di rendimento sotto forma di rimborsi effettuati dalla Sicaf, riservati agli investitori, in sede di dismissione delle partecipazioni, contrariamente a quanto accade nelle società per azioni ordinarie, il quale viene corrisposto mediante la distribuzione di dividendi<sup>167</sup>.

---

<sup>166</sup> L. ARDIZZONE, *op. cit.*, p. 1107.

<sup>167</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 677.



## Capitolo III

### La gestione collettiva degli NPLs

#### 3.1 Le “Linee Guida per le banche sui crediti deteriorati”

L’incidenza negativa dei *Non Performing Loans* sui bilanci delle banche fa sì che vengano compromesse profittabilità e capacità di concedere finanziamenti. Questa situazione ha spinto il regolatore ad intervenire, al fine di introdurre nel contesto europeo gli strumenti giuridici idonei a superare il problema dei crediti deteriorati. In questo senso, primaria importanza assumono le “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (*NPL*)”, elaborate dal Meccanismo di Vigilanza Unico della BCE, pubblicate nel marzo del 2017 e riguardanti gli enti significativi (cosiddetti “*Significant Institution*”). Al documento in questione ne seguì uno analogo, emanato dalla Banca d’Italia e rivolto agli istituti “*less significant*”. Esse si limitano a condividere delle misure di “*best practices*” e intendono mettere in chiaro quali siano gli obiettivi delle autorità in tema di *NPLs*, con riferimento alla loro classificazione, misurazione e gestione<sup>168</sup>. Tuttavia, pur non essendo vincolanti, eventuali scostamenti devono essere motivati alle autorità di vigilanza, con l’obbligo per gli intermediari di conformarsi alle misure stabilite nel più breve tempo possibile.

Punto focale delle Linee Guida è l’individuazione di un livello di *NPLs* obiettivo, da raggiungere attraverso una strategia chiara, credibile e flessibile per ciascun portafoglio di crediti<sup>169</sup>. La definizione di tale strategia si articola in più fasi<sup>170</sup>. Di queste, la prima consiste nella valutazione dell’ambiente operativo, vale a dire nell’individuazione dei punti di forza e di debolezza, legati al raggiungimento di obiettivi di riduzione dei crediti deteriorati, e nell’analisi dell’ambiente esterno, relativamente alle condizioni

---

<sup>168</sup> L. A. PONZIO, *Inquadramento della consultazione concernente le Linee Guida per le Banche sui crediti deteriorati avviata dalla Banca Centrale Europea*, 26 settembre 2016, p. 1. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/ponzio\\_l.a.\\_inquadramento\\_della\\_consultazione\\_concernente\\_le\\_linee\\_guida\\_per\\_le\\_banche\\_sui\\_crediti\\_deteriorati\\_avviata\\_dalla\\_banca\\_centrale\\_europea\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/ponzio_l.a._inquadramento_della_consultazione_concernente_le_linee_guida_per_le_banche_sui_crediti_deteriorati_avviata_dalla_banca_centrale_europea_2016.pdf).

<sup>169</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *Draft guidance to banks on non-performing loans – NPL strategy*, Paragrafo 2.1, p. 7.

<sup>170</sup> Il tema in questione è trattato nel secondo capitolo delle Linee Guida, denominato “Strategia per gli *NPL*”.

macroeconomiche, alle attese del mercato, alla maturità del mercato secondario degli *NPLs*, alla normativa nazionale e sovranazionale e al sistema di tassazione vigente.

La seconda fase, inerente allo sviluppo della strategia, «*specifica l'importanza di individuare e inserire all'interno della strategia [...] gli obiettivi quantitativi [...] di riduzione degli NPLs, suddivisi per orizzonte temporale e segmenti di portafoglio*»<sup>171</sup>. Come sottolineato nei capitoli precedenti, le soluzioni per la riduzione dello *stock* di crediti deteriorati non sono l'una alternativa all'altra, bensì possono essere combinate. Nulla impedisce ad un intermediario di adottare strategie diverse in base alle caratteristiche di ciascun portafoglio. Nello stesso paragrafo, inoltre, si riconoscono i benefici derivanti da eventuali operazioni di trasferimento dei rischi, nel caso in cui le soluzioni di gestione “*on balance*” non permettano una riduzione degli *NPLs* che rispecchi gli obiettivi prefissi. Nello specifico, si afferma che queste «*possano andare a beneficio delle banche in termini di finanziamento, gestione della liquidità, specializzazione ed efficienza*». Gli intermediari, nell'adottare tale strategia, sono chiamati a svolgere solide analisi dei rischi e a disporre di adeguati processi di controllo interno degli stessi.

Successivamente l'istituto implementa il piano operativo, il quale «*dovrebbe poggiare su politiche e procedure adeguate, una chiara attribuzione delle competenze e strutture di governance idonee*»<sup>172</sup>.

L'ultima fase, infine, richiede di integrare la strategia attraverso il coinvolgimento delle diverse aree all'interno della banca. Particolare rilevanza assume il processo comunicativo interno, al fine di «*comunicare a tutto il personale le componenti chiave della strategia per gli NPL*»<sup>173</sup>.

Il sistema bancario italiano presenta numerose carenze organizzative per quel che riguarda la gestione delle esposizioni *non performing*. Un recente sondaggio, svolto dalla Banca d'Italia sui 25 principali gruppi bancari italiani, riporta che alcuni di questi hanno provveduto alla dotazione di strutture specializzate alla gestione dei crediti deteriorati solo dal 2010. Esse, inoltre, hanno un'incidenza notevole sui costi operativi totali, pari,

---

<sup>171</sup> L. A. PONZIO, *op. cit.*, p. 5.

<sup>172</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *op. cit.*, Paragrafo 2.4, p. 16.

<sup>173</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *op. cit.*, Paragrafo 2.5, p. 17.

in media al 2,8 per cento<sup>174</sup>. Detto ciò, non sorprende che la cessione dei crediti in questione sia stata la soluzione più impiegata, complice anche l’emanazione delle disposizioni sulla cartolarizzazione e l’*addendum* alle Linee Guida, pubblicato nel marzo del 2018, che introduce alcuni limiti in merito alla svalutazione del credito, precisando i livelli di accantonamenti prudenziali a cui devono far fronte le banche vigilate<sup>175</sup>. La Commissione Europea, con la pubblicazione del Regolamento (UE) n. 690/2019, infine, modifica ulteriormente tali requisiti<sup>176</sup>.

Le Linee Guida si focalizzano, nell’allegato 8, denominato “Trasferimento del rischio degli *NPL*”, sulle indicazioni che gli intermediari devono seguire in caso di cessione dei crediti deteriorati. In particolare, in caso di trasferimento degli stessi, le banche devono considerare una serie di elementi, tra cui: una stima realistica dei flussi di cassa utilizzati per rimborsare le passività risultanti dalla cartolarizzazione; le garanzie a copertura degli *NPLs*; i costi di strutturazione connessi all’operazione; i relativi requisiti regolamentari.

Lo stesso allegato considera sia la cessione avvenuta tramite cartolarizzazione, che quella attuata attraverso modalità che non prevedono la suddivisione in *tranches*. Nel primo caso, le operazioni richiedono valutazioni, comunicazioni e informazioni aggiuntive, tra cui la ponderazione dei rischi operativi, reputazionali ovvero di altra natura, che potrebbero potenzialmente aumentare compiuta l’operazione.

In caso di trasferimenti del rischio non classificati come cartolarizzazioni, potrebbe rivelarsi comunque necessaria l’approvazione dell’Autorità di vigilanza competente, nel rispetto delle disposizioni nazionali vigenti. I trasferimenti in questione potrebbero dare luogo a cancellazioni dal punto di vista contabile ovvero a deconsolidamento. In tale contesto si rileva necessaria una consultazione della BCE, in fase precedente al

---

<sup>174</sup> BANCA D’ITALIA, *La gestione dei crediti deteriorati: un’indagine presso le maggiori banche italiane*, in *Questioni di Economia e Finanza*, a cura di L. CARPINELLI, G. CASCARINO, S. GIACOMELLI, V. VACCA, 2016, pp. 20 ss. Consultabile al sito: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0311/QEF\\_311\\_16.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0311/QEF_311_16.pdf).

<sup>175</sup> Nell’*addendum*, a pagina 12, si afferma che «la BCE ritiene [...] che, per conseguire livelli di accantonamento prudenti, le banche debbano continuare a iscrivere in bilancio gli accantonamenti contabili in linea con le rispettive valutazioni e in conformità con i principi contabili vigenti. Soltanto nell’eventualità che il trattamento contabile applicato da una banca non sia ritenuto prudente dal punto di vista della vigilanza, le autorità di vigilanza possono stabilire misure adeguate valutando caso per caso». In particolare, si stabilisce che le banche debbano costituire accantonamenti prudenziali a copertura del 100% dell’esposizione, la quale deve avvenire entro due anni, in presenza di garanzia immobiliare, e sette anni, in sua assenza. Tali scadenze decorrono dalla data di classificazione dell’esposizione come *non performing*.

<sup>176</sup> G. GALLO, *op. cit.*, p. 16.

trasferimento del rischio, la quale è chiamata a valutare che l'operazione in questione rispetti le condizioni per la cancellazione o il deconsolidamento prudenziale, valutando la presenza di un'adeguata copertura dei rischi residui.

### **3.2 Il “fondo di ristrutturazione”: una strategia innovativa per la gestione dei crediti deteriorati**

Di fronte a questa tipologia di attività, il cui tratto comune è quello di riferirsi a rapporti giuridici che non rispettano le aspettative che la banca aveva al momento della stipulazione del contratto, vi è l'esigenza di elaborare soluzioni che consentano una loro gestione entro tempi inferiori rispetto a quelli che caratterizzano le dinamiche della giustizia civile nei vari ordinamenti nazionali. In questo senso, il sistema gius-economico in Italia presentava canoni di tolleranza, consentendo adempimenti oltre i termini dedotti dall'autonomia delle parti<sup>177</sup>. Sicché, con l'irrigidimento delle politiche contabili e prudenziali, le attività che, in passato, venivano considerate valorizzabili, oggi vengono considerate *non performing* e dannose per la sana e prudente gestione della banca<sup>178</sup>.

Nello scenario così delineato, è necessario considerare la possibilità che i crediti deteriorati possano uscire dal bilancio della banca. A questo fine, gli schemi del complesso disciplinare della gestione collettiva del risparmio appaiono idonei a valorizzare tali crediti ed il loro investimento.

Come affermato nel capitolo precedente, la direttiva AIFMD, emanata nel 2011, ha introdotto la categoria dei fondi denominati FIA, ai quali è concesso l'investimento in crediti e la successiva gestione secondo l'arco temporale tipico delle immobilizzazioni finanziarie. L'investimento è possibile sia attraverso l'acquisto dei crediti dal mercato, attraverso il negozio della cessione in blocco, sia tramite il conferimento in natura degli stessi.

Essendo costituiti in forma chiusa, l'investimento in tali fondi è consentito esclusivamente al momento della costituzione del fondo ovvero durante il periodo previsto di durata, ma nell'ambito di emissioni eseguite in date prefissate e di importo massimo determinato. Inoltre, non vi è il diritto di ottenere la restituzione del controvalore

---

<sup>177</sup> In argomento si veda: L. FOLLIERI, *I patti sulla “coercibilità” del credito*, in *Studium iuris*, 2019, pp. 168 ss.

<sup>178</sup> C. BARBAGALLO, *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Intervento al Primo Congresso Nazionale FIRST CISL, Roma, 6 giugno 2017.

dell'investimento prima della scadenza del fondo<sup>179</sup>. Vi è, dunque, la possibilità, per il gestore del fondo, di perseguire strategie opportunistiche ovvero conservative, che siano il più possibile allineate con gli obiettivi di rendimento degli investitori.

Una volta collocati al di fuori dell'ambito di applicazione delle regole di vigilanza prudenziale, i crediti deteriorati possono essere gestiti attraverso soluzioni specifiche alla condizione di assenza di *performance*<sup>180</sup>, vale a dire tramite il ricorso a forme di amministrazione attiva in grado di ridefinire i termini del rapporto giuridico originario, tenendo conto delle mutate condizioni dell'economia reale, e che consentano al debitore di adempiere agli obblighi derivanti dall'affidamento<sup>181</sup>.

Dal punto di vista della banca, che in seguito al conferimento dei crediti viene a detenere una quota di partecipazione al fondo, l'operazione non si esplica in una mera estinzione del credito deteriorato, ma in una sostituzione di un'obbligazione con un'altra. Per una corretta qualificazione giuridica delle quote del fondo comune, occorre far riferimento a quanto contenuto dalla normativa primaria e secondaria, le quali ne evidenziano la natura di "strumenti finanziari" ai sensi dell'art. 1, co. 2, T.U.F., rimettendo poi al regolamento del fondo l'individuazione del carattere nominativo o al portatore.

Si può, in un certo senso, parlare del differimento del valore delle esposizioni dal presente al futuro, attraverso le tempistiche del piano di ammortamento che il gestore del fondo riuscirà a sviluppare insieme al debitore, affinché si possa estrarre valore dal credito deteriorato. Il "fondo di ristrutturazione", quindi, gioca un ruolo di gestione attiva, vista la possibilità di concedere finanziamenti, a valere sul proprio patrimonio, nei confronti dei debitori ceduti.

In questo senso, con l'introduzione della l. 96/2017, vengono ampliate le possibilità operative anche dei "fondi di cartolarizzazione", i quali possono erogare credito con la

---

<sup>179</sup> In alcuni casi è possibile la sussistenza della facoltà, in capo al gestore del FIA, di effettuare i rimborsi dei controvalori anticipatamente alla scadenza della durata del fondo, pur sempre nell'interesse dei partecipanti stessi. In argomento si veda: F. ANNUNZIATA, *op. cit.*, pp. 253 ss.

<sup>180</sup> Un'esternalizzazione così estesa è funzionale al bilanciamento della struttura organizzativa, ferma l'esigenza di evitare una concentrazione di profili e rischi operativi, prevalentemente commerciali, che dovrebbero restare distinti dalla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

<sup>181</sup> C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, in *Banca, impresa, soc.*, 2019, pp. 319 ss.

finalità di migliorare le prospettive di recupero dei debitori. Tuttavia, in questo caso, è necessario segnalare che tale fattispecie operativa «*tende ad assestarsi su prezzi volti a premiare il rischio assunto dagli investitori*»<sup>182</sup>, vale a dire da coloro che hanno messo a disposizione le somme liquide per la costituzione del patrimonio. Si è in presenza, dunque, di un trasferimento di valore che riduce la dimensione patrimoniale della banca, a vantaggio della profittabilità degli investitori. Tale condizione non si dimostra compatibile con le condizioni in cui versa l'industria bancaria e, soprattutto, non risponde alle esigenze di “ristrutturazione” degli intermediari, i quali vedono notevolmente ridotte le prospettive di profitto.

Alla luce di quanto precede, gli enti creditizi hanno manifestato interesse circa la soluzione della costituzione di uno o più FIA riservati, che investano in crediti deteriorati, il cui patrimonio venga sottoscritto mediante il conferimento in natura da parte delle banche stesse e di altri soggetti nel cui bilancio gravino gli *NPLs*<sup>183</sup>.

Si crea, così, una convergenza tra gli interessi della Sgr, intenzionata a raccogliere attività da gestire a monte, e i potenziali investitori, che hanno come obiettivo il trasferimento del rischio, derivante dallo *stock* di crediti deteriorati, ad un settore che non viene sottoposto alle regole di vigilanza prudenziale alle quali sono sottoposte le banche<sup>184</sup>. L'operazione in questione si presenta, quindi, come una riqualificazione dell'attivo dei partecipanti, i quali, a fronte delle attività oggetto di cessione, vengono a detenere degli strumenti finanziari il cui valore viene ponderato sulla base dei ricavi che il gestore saprà estrarre dagli stessi.

Una volta che tutti i soggetti avranno sottoscritto le quote, alla banca è consentito di rilevare una nuova entità, che interrompe la relazione preesistente con il debitore e dà

---

<sup>182</sup> V. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, pp. 164 ss.

<sup>183</sup> È necessario specificare che il patrimonio dei fondi in questione non è composto esclusivamente da crediti conferiti in natura, bensì questo può venire costituito anche attraverso dazioni in danaro da parte degli investitori, i quali verranno in possesso di una quota di partecipazione. In questo modo si rende possibile al “fondo di ristrutturazione” di entrare in possesso di liquidità, mettendosi nelle condizioni di poter investire in strumenti finanziari di diverso tipo. Di conseguenza, crediti deteriorati possono essere acquisiti anche mediante cessione in blocco, previo il pagamento di un corrispettivo.

<sup>184</sup> In questo senso, come sottolineato nel capitolo precedente, non rileva il limite previsto per l'erogazione diretta di crediti in favore dei consumatori. In questo modo si impedisce di rendere eccessivamente macchinose operazioni che, in realtà, hanno lo scopo di semplificare la “ristrutturazione” di banca e debitore. V. LEMMA, *op. cit.*, p. 170.

avvio ad un nuovo rapporto negoziale con il gestore del fondo, presentando valori e rischi mutati in seguito alle politiche di gestione adottate dallo stesso<sup>185</sup>.

Si capisce, dunque, l'occhio di riguardo, di banche e autorità di vigilanza, per la soluzione appena esaminata, la quale, al contrario delle operazioni di cartolarizzazione, impedisce che vi sia un'eccessiva perdita di valore dovuta alla cessione, vista la partecipazione ai risultati della gestione dei "fondi di ristrutturazione", che consente di generare rendimenti e plusvalenze. A ciò si aggiunga la mancata esigenza di dover prevedere una linea reddituale in grado di soddisfare gli investitori che operano con intenti speculativi, i quali, sul piano delle concretezze, imputano agli intermediari cedenti l'onere di sostenere le aspettative di guadagno atteso<sup>186</sup>. Ne consegue che, in siffatta ipotesi operativa, punto focale è il raggiungimento di un equilibrio tra l'interesse della banca allo smobilizzo degli *NPLs* e quello del FIA, riconducibile ad un'acquisizione ad un prezzo profittevole. Si rivela necessario, quindi, l'intervento di un "esperto indipendente" che, effettuate le verifiche in merito al credito, è in grado di definire un "equo prezzo"<sup>187</sup>.

Alla luce di quanto detto, ricopre primaria importanza il ruolo del gestore del fondo, il quale è chiamato ad amministrare i crediti deteriorati attraverso lo sfruttamento di competenze manageriali. Esso deve essere in grado di prevedere la capacità di restituzione del debito e, allo stesso tempo, di individuare gli elementi che possano amplificare detta capacità.

È chiaro come l'operazione permetta la partecipazione congiunta di più intermediari al fondo di investimento, consentendo la condivisione di un'intera fase del ciclo produttivo dell'attività bancaria, vale a dire la valorizzazione dei crediti deteriorati attraverso un piano professionale diverso da quello presente nell'organizzazione degli enti bancari<sup>188</sup>. In questo modo il FIA è in grado di assicurare, oltre ad un certo grado di omogeneità di giudizio nella fase di accertamento del valore dei crediti, un'unitarietà di tutti i rapporti di servizio e consulenza attivati dal gestore, declinando, in questo modo, il

---

<sup>185</sup> P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. NIERI, *La gestione dei crediti deteriorati: un percorso a ostacoli tra soluzioni individuali e soluzioni di sistema*, in *Ec. e dir. terz.*, 2016, pp. 439 ss.

<sup>186</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 35.

<sup>187</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 247.

<sup>188</sup> F. CAPRIGLIONE, *Concentrazione bancaria e logica di mercato*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2008, I, p. 293.

proprio ruolo di gestore in un'attività di *servicing* ed una di *advisoring*<sup>189</sup>, le quali possono essere anche esternalizzate.

Nel contesto delineato, queste funzioni svolgono un ruolo centrale<sup>190</sup>. In particolare, il *servicer* ha il compito di affiancare il gestore, svolgendo la propria attività in linea con gli obiettivi di redditività, avendo anche la possibilità di intervenire direttamente sul mercato, ponendosi nella veste di venditore, supportare la fase di acquisto dei *Non Performing Loans*, anche attraverso il ricorso della leva finanziaria, ovvero interagire con finanziatori esterni, come, per esempio, altri intermediari o fondi. In sostanza, «*si deve al servicer la possibilità di effettuare gestioni massive, organizzate e specialistiche dei crediti deteriorati, la cui validità si basa su un'accurata analisi delle "caratteristiche del portafoglio"*»<sup>191</sup>.

A questo fine si presta la possibilità di consolidare in un'unica entità societaria la proprietà e la gestione dei crediti deteriorati, costituendo una società d'investimento a capitale fisso, la cosiddetta Sicaf, il cui patrimonio è direttamente riferibile agli investitori. In questo modo gli intermediari hanno la possibilità di predeterminare, in sede statutaria, le politiche di partecipazione alla gestione, rispondendo alle esigenze di soggetti interessati a mettere in comune le proprie risorse<sup>192</sup>.

---

<sup>189</sup> Al gestore del "fondo di ristrutturazione" è concessa la possibilità di esternalizzare dette funzioni, ferma restando la responsabilità in capo allo stesso per le attività svolte da *advisor e servicer*. In argomento si veda: V. LEMMA, *op. cit.*, p. 178; C. BARBAGALLO, *Crediti deteriorati e prospettive reddituali delle banche italiane*, intervento tenuto a *The European House – Ambrosetti*, Milano, 22 gennaio 2018; F. CAPRIGLIONE, *Idea Fondi di credito per ripulire dagli Npl i bilanci delle banche*, in *Repubblica - Affari e finanza*, 30 aprile 2018; G. BEFANI, "Non performing loan", *crisi bancarie e soluzioni di mercato: spunti di riflessione sulla compatibilità dell'intervento pubblico con il regime degli aiuti di Stato*, in *Il Diritto dell'economia*, 2018, II, pp. 24 ss.

<sup>190</sup> Le attività di *advisoring* e *servicing*, se condotte con efficacia, si prestano ad una riduzione delle asimmetrie di mercato. La loro importanza è stata sottolineata dalla Banca d'Italia. In argomento si veda: A. PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi e opportunità*, intervento al convegno AIAF, Milano, 9 novembre 2017.

<sup>191</sup> Nel compiere dette operazioni, il *servicer* deve avere riguardo degli elementi informativi e delle *best practices*. In futuro, in seguito allo sviluppo del mercato secondario degli *NPLs*, si prospetta un crescente ricorso agli operatori in questione, visto lo *stock* di tali crediti nel settore e la conseguente domanda elevata. In linea col descritto processo di sviluppo dovrebbe riscontrarsi l'interesse, da parte delle autorità di vigilanza, a disciplinare un'attività destinata ad assumere crescente rilievo nel settore. In argomento si veda: F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 38.

<sup>192</sup> Come approfondito nel secondo capitolo, la fattispecie in esame è riconducibile alla categoria degli Oicr chiusi e l'oggetto sociale è delimitato all'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di azioni proprie ovvero altri strumenti finanziari partecipativi (art. 1, co. 1, lett. *i*) e *i-bis*), T.U.F.). Alla Sicaf, inoltre, è riconosciuta la personalità giuridica e, di

Al fine di accelerare i farraginosi percorsi di risanamento delle imprese in crisi, le autorità di vigilanza hanno percepito la necessità di agevolare il processo di concentrazione delle posizioni deteriorate, oggi diffuse in tutto il settore bancario. In tal senso muovono le iniziative della Banca d'Italia, volte a semplificare lo smobilizzo dei crediti ipotecari degli enti creditizi attraverso il menzionato Regolamento GCR, e della Commissione europea, tramite la pubblicazione della già citata AIFMD e l'emanazione della Direttiva (UE) 2019/1023, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, nella quale viene riconosciuto un importante ruolo alle società di *servicing*.

Con riferimento alla prospettiva di uno sviluppo del mercato secondario, la gestione collettiva del risparmio offre un meccanismo incentrato sulla costituzione di un fondo di fondi, la cui peculiarità è quella di investire il patrimonio raccolto in quote di altri fondi comuni di investimento.

La fattispecie in esame, costituita sottoforma di Oicr, deve necessariamente assumere una forma chiusa. Inoltre, nel caso essa non sia riservata, «*la diversificazione degli attivi può soggiacere a limiti di concentrazione predeterminati dalla disciplina speciale*»<sup>193</sup>. In particolare, secondo quanto stabilito dal Regolamento GCR al Titolo V, Capitolo III, Sezione V, paragrafo 6.5 (“Investimenti in OICR”), il FIA chiuso non può acquistare Oicr il cui patrimonio sia investito, in misura superiore al 10 per cento del totale delle attività, in quote di partecipazione di altri Oicr. Lo stesso Regolamento GCR, nell'allegato IV, prevede, inoltre, che i FIA riservati, qualora siano fondi di fondi, debbano fornire indicazioni circa la composizione del portafoglio dei fondi sottostanti, prestando particolare attenzione nel caso in cui questi ultimi acquistino quote di altri fondi.

In tale contesto, primaria importanza occupano le piattaforme tecnologiche, che consentono l'utilizzo, ad una pluralità di soggetti, della medesima rete di interconnessione, al fine di permettere ai fondi di compiere operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari riferibili ai *Non Performing Loans*. L'integrazione di meccanismi tecnologici, nelle diverse fasi della gestione del risparmio, consente di migliorare il processo per la definizione dell'equo prezzo a cui dovrebbero avvenire le cessioni e i conferimenti dei prodotti finanziari, agevolando l'incontro tra domanda e offerta e supportando l'accesso alle informazioni. Tale fattori contribuiscono alla

---

conseguenza, la possibilità di «*entrare iure proprio in relazione con l'ambiente finanziario*». In argomento si veda: V. LEMMA, *Autonomia statutaria e controllo pubblico nella Sicaf*, in *Liber Amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2019.

<sup>193</sup> V. LEMMA, *op. cit.*, p. 183.

riduzione delle asimmetrie informative, con evidenti benefici per il mercato secondario per la circolazione degli *NPLs*. Ciò in un contesto che necessita, tutt'oggi, di presidi, da parte dell'ordinamento, per la tutela del risparmio, la stabilità dei prezzi e la promozione della concorrenza<sup>194</sup>.

### **3.3 Le peculiarità della gestione collettiva degli *NPLs* attraverso i “fondi di ristrutturazione”**

La predisposizione di appositi fondi, in particolare dei “fondi di ristrutturazione”, risponde alle medesime finalità cui sono predisposte le operazioni di cartolarizzazione. Si è in presenza, infatti, di uno strumento volto a favorire la riduzione dello *stock* di *Non Performing Loans* presenti nel bilancio delle banche, attraverso una “sostituzione” degli attivi deteriorati con altri strumenti finanziari. Ne consegue una disciplina che presenta stretti legami con la tipologia operativa delle *securitization*, ma allo stesso tempo si configura in continua evoluzione, spingendo le autorità di vigilanza a ricercare delle nuove formule ordinatorie.

Quel che differenzia i fondi è, senz'altro, la mancanza di quegli elementi di criticità che caratterizzano le cartolarizzazioni. I fondi, infatti, sono contraddistinti da una struttura che si configura semplice e trasparente, che permette l'attivazione di un adeguato assetto di *governance*, tale da consentire una gestione delle poste deteriorate in linea con gli obiettivi di “ristrutturazione” dell'impresa in stato di crisi. A questo si aggiunga una disciplina prudenziale meno restrittiva rispetto a quella a cui sono sottoposte le banche, che rimette all'autonomia degli operatori «*la identificazione di ampia parte dei criteri disciplinari riguardanti le modalità costitutive e l'agere del fondo*»<sup>195</sup>.

Per quanto riguarda la cessione dei crediti deteriorati sul mercato, si sottolinea come le banche di minori dimensioni possano avere difficoltà ad utilizzare questo negozio giuridico. Infatti, i costi gestionali e amministrativi del processo devono essere sostenuti sia dagli investitori che dalla singola banca, il che rende tali operazioni appetibili solo in caso di importi significativi, che si potrebbero individuare tra i 15 e i 20 milioni di euro

---

<sup>194</sup> V. LEMMA, *op. cit.*, p. 184.

<sup>195</sup> L'autonomia in questione consente ai fondi di investire in varie tipologie di strumenti finanziari, che si distinguono tra loro per il grado di rischio. In particolare, nel settore si possono individuare investimenti sia in *NPLs*, che in *UTP*, questi ultimi aventi una probabilità di recupero più elevata. In argomento si veda: F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 32.

di investimento<sup>196</sup>. In questo senso, nel procedere alla vendita dei crediti deteriorati, gli intermediari dovranno prestare attenzione ai tassi di copertura, incrementandoli per assicurare il mantenimento di un adeguato livello di attività liquide<sup>197</sup>.

Dal punto di vista dell'operatività, viene in considerazione la natura dinamica attribuibile al "fondo di ristrutturazione", la cui durata si può articolare in momenti diversi. In seguito alla sottoscrizione delle quote partecipative, si individua una fase di mero recupero del valore dei crediti oggetto di cessione, attraverso l'escussione delle garanzie pendenti sui crediti. Segue un reinvestimento delle somme ricavate dall'operatività del fondo, attraverso l'acquisto dal mercato di ulteriori *Non Performing Loans*, mediante il negozio della cessione di rapporti giuridici in blocco, da intermediari diversi dai sottoscrittori delle quote del fondo stesso. Da qui, la possibilità di registrare plusvalenze che consentono una successiva smobilitazione a condizioni più favorevoli rispetto ad altri strumenti, quali i crediti cartolarizzati, che, al contrario, circolano ad un valore tarato sull'originaria valorizzazione dei crediti<sup>198</sup>. Si evidenzia come, in questo modo, si riducano i possibili acquirenti aventi intenti speculativi, proteggendo gli intermediari dall'accettare valorizzazioni inferiori alla reale consistenza dei crediti.

Possibili perplessità riguardanti la non "completa" *derecognition* dal bilancio, come disposto dai principi contabili internazionali, vengono superate considerando che «*la banca, a seguito della cessione pro soluto, non ha più ritorni economici in termine di costi, laddove il meccanismo di recupero/investimento [...] può essere considerato idoneo ad assicurare nel continuum una valorizzazione delle quote del fondo, rendendo inverosimile il rischio di perdite*». Inoltre, in materia di eliminazione di attività dal bilancio delle banche, intervengono i principi contabili IFRS9, i quali sottopongono le operazioni in questione al vaglio di società di revisione, le quali devono verificare che: le banche non abbiano potere di indirizzo o influenza sulla gestione del fondo; l'apporto avvenga senza condizioni di "aggiustamento di prezzo" collegato al rischio; non vi sia continuità del profilo di rischio; la sottoscrizione delle quote dell'intero patrimonio del

---

<sup>196</sup> G. O. IANNOTTA, L. LEUCI, M. ORIANI, *op. cit.*, p. 56.

<sup>197</sup> In questo senso rileva anche la qualità delle attività in questione, le quali devono risultare non vincolate, al fine di soddisfare il fabbisogno di liquidità in uno scenario di *stress*. A questo fine è destinata l'attività svolta dalle autorità di vigilanza, incaricate di controllare la qualità degli attivi. In argomento si veda: F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 242.

<sup>198</sup> V. LEMMA, *Messa in sicurezza del mercato bancario: problematica dei crediti deteriorati e resilienza degli intermediari*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, Suppl., III, pp. 153 ss.

fondo sia effettuata da una pluralità di banche<sup>199</sup>. Ne consegue una piena autonomia gestoria intrapresa dal gestore, favorita anche dalla logica disciplinare del FIA.

### 3.4 Il Fondo Atlante: una soluzione alla crisi del settore bancario?

Negli ultimi anni, vista la necessità di una drastica riduzione dello *stock* di crediti deteriorati presenti nel sistema bancario, si è ravvisata l'opportunità di avvalersi del meccanismo dei “fondi di ristrutturazione”, la cui formula è in grado di coinvolgere un ampio numero di appartenenti al settore ed incentrare il proprio operato in una logica di gestione e ripartizione del rischio condivisa.

L'opportunità in questione si è presentata in seguito alle crisi della Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca, nei confronti delle quali le autorità di vigilanza europee hanno constatato la mancanza della sussistenza di un interesse pubblico, con la conseguente impossibilità, per lo Stato, di intervenire<sup>200</sup>. Tra gli interventi di supporto al settore spicca la costituzione, nell'aprile del 2016, del Fondo Atlante. Tale operazione di “sistema” si sostanzia nell'istituzione di un FIA chiuso riservato ad investitori professionali, le cui quote sono distribuite tra diverse tipologie di operatori di mercato (tra cui: banche, assicurazioni, fondazioni bancarie, casse di previdenza) e Cassa Depositi e Prestiti e la cui gestione è affidata ad una società di gestione del risparmio già esistente, vale a dire Quaestio Capital Management Sgr<sup>201</sup>, finalizzata alla ricapitalizzazione delle banche in

---

<sup>199</sup> È necessario sottolineare, che, ai fini della *derecognition* delle poste, non è possibile identificare una posizione di controllo nel fondo. Ogni quota, infatti, può raggiungere un ammontare massimo del 50 per cento del valore complessivo del patrimonio dell'Oicr. F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 36.

<sup>200</sup> Sullo sfondo resta il dubbio che potesse essere ravvisato un interesse pubblico, tenuto presente che le dette banche svolgevano un'importante opera di sostegno alle imprese della regione Veneto. Inoltre, la situazione di crisi in cui detti istituti versavano presentava elementi di analogia con la vicenda riguardante le “quattro banche”. Infatti, anche in tale occasione «*il volume dei depositi non era molto significativo rispetto al totale italiano, vi era stato autocollocamento di prodotti finanziari poco liquidi a investitori retail e la condizione di crisi perdurava nel tempo*» (E. RULLI, *Contributo della disciplina della risoluzione bancaria. L'armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017, p. 31). Per approfondimenti a riguardo della crisi delle “quattro banche”, si veda: D. ROSSANO, *La gestione dei crediti deteriorati nelle crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, pp. 74 ss; B. INZITARI, *op. cit.*, pp. 865 ss.

<sup>201</sup> La decisione di utilizzare una Sgr già esistente deriva, inizialmente, dall'esigenza di creare, il più velocemente possibile, una struttura di salvataggio ai fini di un aumento di capitale di Banca Popolare di Vicenza. Il consiglio di amministrazione della Sgr definisce le strategie gestionali di investimento del patrimonio del fondo, approva le politiche di impiego della liquidità e i singoli atti riguardanti la gestione. Peculiare è il potere di determinare la *governance* delle banche il cui

crisi, per il 70 per cento delle risorse del fondo, e all'acquisto di crediti deteriorati dal mercato, per il restante 30 per cento<sup>202</sup>. Complessivamente il fondo ha raccolto 4,25 miliardi di euro da 67 investitori, i quali, a sottolineare il carattere “di sistema” dell'operazione, sono tutti italiani<sup>203</sup>. Inoltre, è prevista una durata di cinque anni, estendibile di anno in anno per altri tre anni. La strategia in questione si completa con la costituzione di un ulteriore FIA chiuso, denominato “Fondo Atlante II”, avente lo scopo di investire esclusivamente in *Non Performing Loans* ovvero in strumenti collegati a tale tipologia di attività.

Con riferimento agli *NPLs*, l'investimento non avviene per mezzo di conferimenti in natura ovvero tramite cessione di rapporti giuridici in blocco, bensì tale FIA si occupa di sottoscrivere *tranches* del portafoglio di diversa *seniority*, in particolare *junior* e *mezzanine*, emesse da società veicolo costituite per l'acquisto di crediti deteriorati e per le successive operazioni di cartolarizzazione. In questo senso il fondo opera selezionando i veicoli che ritiene più validi dal punto di vista del rendimento, con lo scopo di ridurre lo *stock* delle esposizioni citate in precedenza, le quali vengono difficilmente considerate dagli investitori per via del loro elevato grado di rischio. La scelta di focalizzarsi su *tranches junior* e *mezzanine* risulta complementare alla previsione della Garanzia pubblica sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (la cosiddetta GACS), prevista esclusivamente per le esposizioni *senior*. Va da sé che la combinazione delle due strategie ha come scopo l'eliminazione dal bilancio delle banche di queste esposizioni, al fine di consentire lo sviluppo di un mercato secondario più efficiente e la riduzione del *pricing gap*<sup>204</sup>, evitando che il valore degli *NPLs* sia ricondotto a livelli pari a quelli legati al «fallimento delle quattro banche regionali, [...] fissato a 17,5 centesimi per ogni euro di

---

capitale detiene, attraverso l'individuazione dei soggetti ai quali affidare l'amministrazione e il controllo, sempre nel rispetto dei requisiti di onorabilità. In argomento si veda: M. L. DI BATTISTA, L. NIERI, *Il Fondo Atlante: un piccolo passo per la soluzione al problema dei crediti deteriorati (e non solo)*, in *Osservatorio Monetario*, 2016, pp. 38 ss.

<sup>202</sup> L. DAVI, *Atlante, ecco tutte le regole per gli investimenti del fondo salva-banche*, in *IlSole24Ore*, 23 aprile 2016, consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-mercato/2016-04-23/atlante-ecco-tutte-regole-gli-investimenti-fondo--100847.shtml?uuid=AC4w5FED>.

<sup>203</sup> M. L. DI BATTISTA, L. NIERI, *op. cit.*, p. 39.

<sup>204</sup> Scopo dichiarato del fondo non è quello di «sostituirsi al mercato ma farlo funzionare meglio, quindi con costi più bassi e spread denaro/lettera più contenuti» (M. L. DI BATTISTA, L. NIERI, *op. cit.*, p. 42.).

*valore nominale*», vale a dire un prezzo eccessivamente basso, che, anziché contenere la problematica di tali crediti, rischia di limitare l'efficacia della soluzione.

Detto FIA è stato accolto con favore dalla Banca d'Italia e dalle autorità politiche, secondo le quali «*il fondo Atlante funzionerà come un "backup", una rete di sicurezza, per le banche italiane*»<sup>205</sup>, ravvisando in esso una «*risposta alle turbolenze di mercato*»<sup>206</sup>, grazie, soprattutto, alla possibilità per gli intermediari di cedere gli *NPLs* ad un prezzo *target* pari al 32 per cento, con un obiettivo di rendimento annuo, per il fondo, pari al 6 per cento, notevolmente inferiore a quello richiesto dagli investitori specializzati nella gestione di crediti deteriorati (pari al 12 per cento)<sup>207</sup>.

Tuttavia, il FIA in parola non può essere considerato privo di fattori critici. Innanzitutto, è necessario sottolineare come l'intento di evitare di sottoporre alla procedura di risoluzione gli istituti nominati, unito alla prospettiva di eliminazione dei crediti più dubbi dal bilancio degli intermediari, sia prevalso su valutazioni di altro genere. In particolare, ci si riferisce all'acquisizione di quote del fondo da parte di enti creditizi che non sono annoverati tra i più virtuosi nel settore bancario italiano<sup>208</sup>.

Sotto altro profilo, inoltre, risulta necessario sottolineare come detto intervento si possa considerare come «*uno spostamento di mezzi finanziari da alcune banche ad altre*»<sup>209</sup>. L'operatività del FIA, infatti, se nel breve periodo consente di evitare la procedura di risoluzione per gli istituti creditizi, nel lungo presenta un rischio di contagio

---

<sup>205</sup> R. BOCCIARELLI, *Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi*, 15 aprile 2016, consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-15/padoan-atlante-effetto-leva-50-miliardi-070754.shtml?uuiid=ACvkIG8C>.

<sup>206</sup> R. BOCCIARELLI, *Visco: Atlante, iniziativa efficace*, in *IlSole24Ore*, 14 aprile 2016, consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-14/visco-atlante-iniziativa-efficace-073909.shtml?uuiid=ACn2AS7C>.

<sup>207</sup> E. BOLOGNESI, C. COMPAGNO, M. GALDIOLO, S. MIANI, *La gestione dei crediti deteriorati: un confronto tra cessione e cartolarizzazione del portafoglio*, in *Bancaria*, 2017, n. 2, pp. 42 ss.

<sup>208</sup> F. CAPRIGLIONE, *Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante*, in *Diritto Bancario.it*, 3 maggio 2016, pp. 1 ss. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/capriglione\\_f\\_una\\_cura\\_inadeguata\\_per\\_i\\_mali\\_del\\_sistema\\_bancario\\_italiano\\_il\\_fondo\\_atlante\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/capriglione_f_una_cura_inadeguata_per_i_mali_del_sistema_bancario_italiano_il_fondo_atlante_2016.pdf).

<sup>209</sup> In argomento si veda: F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 3, secondo cui, nella sostanza, viene lasciata invariata la consistenza patrimoniale complessiva del settore, «*con ovvi riflessi per quanto concerne l'applicazione dei criteri prudenziali in quanto [...] appare inverosimile che la mera interposizione di un fondo consenta di non applicare le regole di Basilea su calcolo delle partecipazioni bancarie e delle sofferenze ai fini patrimoniali*».

“sistemico” anche per gli intermediari partecipanti più solidi, laddove l’operazione di acquisto delle esposizioni *junior* e *mezzanine* sposterebbe l’eventuale insolvenza nel bilancio del fondo, aumentando, in proporzione, l’esposizione di tutti gli investitori<sup>210</sup>.

La stessa agenzia di *rating* statunitense *Moody’s* ha evidenziato qualche perplessità nei confronti del Fondo Atlante, legata, soprattutto, al possibile impatto negativo sul merito di credito delle banche partecipanti al patrimonio, precisando che tale impatto «sarebbe generato dal fatto che il fondo sottoscriverà azioni di istituti a rischio risoluzione e dall’acquisizione di strumenti *junior* emessi a fronte di sofferente per le quali non esiste mercato»<sup>211</sup>.

Ulteriore criticità riguarda la provvista del fondo, la quale non si è rivelata sufficiente per far fronte all’eccessivo *stock* di *Non Performing Loans*, essendosi esaurita interamente per far fronte agli aumenti di capitale degli intermediari. Tale fattore ha reso necessaria l’istituzione, ad agosto 2016, di “Fondo Atlante II”, il quale, come accennato, è demandato unicamente alla sottoscrizione di titoli emessi nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione dei crediti deteriorati più rischiosi, i quali non rientrano nelle ipotesi previste per la concessione della garanzia pubblica.

In conclusione, la soluzione esaminata finora, pur andando incontro alla necessità di patrimonializzazione delle banche, non può essere considerata esaustiva ai fini del recupero della stabilità degli istituti creditizi appartenenti al settore finanziario in Italia. In tal senso si è espresso Mario Draghi, il quale, riconoscendo la validità e i limiti dell’iniziativa, ha affermato come il Fondo Atlante sia «*un piccolo passo nella giusta direzione*». Esso può rappresentare una soluzione efficace per supportare il settore finanziario, ma non prima che vengano superati almeno tre ostacoli: «*inefficienza delle regole italiane, aleatorietà delle regole europee, volatilità dei mercati finanziari*»<sup>212</sup>.

---

<sup>210</sup> G. BEFANI, *op. cit.*, pp. 414 ss.

<sup>211</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 3.

<sup>212</sup> D. MASCIANDRO, *La forza di Atlante nasce dal mercato*, in *IlSole24Ore*, 17 aprile 2016. Consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-04-17/la-forza-atlante-nasce-mercato-----103954.shtml?uuid=ACMwBc9C>.



## Conclusioni

Ai fini del presente lavoro, diviene necessario sottolineare come l'attività bancaria implichi necessariamente dei rischi. L'aspettativa di un istituto creditizio senza la presenza di una parte dell'attivo deteriorato contraddice la definizione stessa di banca.

Tuttavia, come emerso dall'elaborato, il peso degli *NPLs* grava negativamente, non solo sul bilancio del singolo istituto creditizio, ma sull'intero sistema finanziario europeo. Nonostante le difficoltà riscontrate nello sviluppo di un mercato secondario, soprattutto in Italia, negli ultimi anni abbiamo assistito ad una significativa riduzione dell'ammontare dei crediti in questione, grazie, soprattutto, a numerose operazioni di trasferimento. In particolare, un rapporto di E&Y dell'ottobre 2019 riassume come, dei 341 miliardi di euro di crediti deteriorati presenti nel mercato italiano nel 2015, ne rimangano circa 165 miliardi di euro, prevedendo, nell'immediato futuro, ulteriori riduzioni di almeno 70 miliardi di euro<sup>213</sup>.

In assenza di considerevoli interventi pubblici nel settore, dunque, si sono rivelate determinanti le consistenti operazioni di acquisto effettuate dagli operatori specializzati nella gestione dei crediti deteriorati. Questi ultimi, una volta confluiti nel patrimonio dei "fondi di ristrutturazione", saranno gestiti senza essere assoggettati alle valutazioni in merito alla qualità del credito a cui sono sottoposte le banche, portando, al contempo, alla "liberazione" di patrimonio, con la conseguente possibilità, per gli istituti bancari, di erogare nuovi finanziamenti profittevoli.

Vengono alla luce i benefici derivanti dalla cessione a detti operatori, a fronte, però, di una notevole svalutazione degli *NPLs*. In questo senso, la gestione "*on balance*" è in grado di limitare significativamente la dispersione di valore. Detti processi, tuttavia, richiedono un ingente impiego di risorse per integrare, nell'operatività degli intermediari, le unità organizzative adeguate a compiere gli atti necessari per il recupero del valore da tale tipologia di esposizioni, le quali, inoltre, non consentono il conseguimento di rendimenti.

Va da sé che, ai fini di una crescita stabile, la cessione dei *Non Performing Loans* assume importanza fondamentale per il sistema finanziario. A questo fine, essa deve essere perseguita in modo che risulti profittevole per gli istituti bancari, pur sempre, però, nel rispetto della sana e prudente gestione dell'attività.

---

<sup>213</sup> A. BLANDINI, *Crediti deteriorati e struttura delle banche: considerazioni di insieme*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, pp. 212 ss.

In questo senso sono rivolti gli interventi delle autorità di vigilanza, le quali, per uniformare l'operatività dei processi di "smaltimento" dei crediti deteriorati, hanno concordato una definizione unica di *NPLs*. Criticità sono emerse riguardo l'assenza di una precisa classificazione del credito deteriorato. Tale tipologia di crediti, infatti, presenta, al proprio interno, peculiarità diverse che renderebbero necessaria una suddivisione in ulteriori sottocategorie. La classificazione in questione, anche se non contemplata a livello armonizzato, è presente in vari ordinamenti nazionali, tra i quali quello italiano, che procede alla suddivisione del credito deteriorato come segue: Sofferenze, Inadempienze Probabili, Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate. È chiaro come una gestione specifica per ciascuna di queste tipologie porti ad un processo di recupero del credito più efficiente, con benefici in termini di redditività.

Per una cessione più agevole, inoltre, il legislatore italiano è intervenuto favorendo la circolazione, nel mercato secondario, degli *NPLs*, attraverso una disciplina volta a standardizzare le operazioni di cartolarizzazione, vale a dire la l. 130/1999, in modo da garantire una corretta valutazione del rischio di credito. A ciò si aggiunga l'introduzione delle "Garanzie sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze", che, come sottolineato nel secondo capitolo, attraverso un intervento dello Stato, consentono di incentivare la cessione dei crediti cartolarizzati anche agli investitori considerati più avversi al rischio.

Diversi effetti, in termini di *derecognition*, si hanno con riguardo alla cessione di rapporti giuridici in blocco. In questo caso, infatti, in seguito a questa operazione, l'intermediario potrebbe venire in possesso di quote di partecipazione al fondo cessionario, con la possibilità di conseguire dei rendimenti derivanti dalle attività di gestione dell'organismo in questione. Ciò implica delle differenze sostanziali rispetto alla cartolarizzazione, la quale, al contrario, comporta una cancellazione "definitiva" del credito dal bilancio dell'istituto bancario e, di conseguenza, il solo corrispettivo della cessione come rendimento dell'operazione.

I "fondi di ristrutturazione", quindi, si rivelano degli operatori indispensabili per l'uscita degli *NPLs* dalle attività dell'intermediario e, di conseguenza, per lo sviluppo del mercato secondario. La loro gestione si focalizza sul ritorno *in bonis* del debitore ceduto, attraverso operazioni che consentono al fondo di affiancarsi all'impresa, attività difficilmente perseguibile da una banca, in quanto richiede ingenti investimenti e lo sviluppo di unità organizzative adeguate.

Come sottolineato più volte nel corso di questo lavoro, nella maggior parte dei casi, vista l'elevata rischiosità degli strumenti finanziari in cui i "fondi di ristrutturazione"

investono, gli organismi in questione vengono costituiti sotto forma di Oicr chiusi riservati ad investitori professionali. Tuttavia, perseguendo delle corrette politiche di diversificazione del rischio, vale a dire combinando investimenti in crediti deteriorati ad altri prodotti finanziari, si potrebbero rendere tali operatori appetibili anche ad investitori non professionali e maggiormente avversi al rischio.

Detto ciò, diviene necessario evidenziare come l'eliminazione dei *Non Performing Loans* dal bilancio degli istituti bancari non esula gli stessi da una corretta gestione dei rapporti creditizi. Le crisi in cui l'Europa è stata coinvolta nell'ultimo decennio sono in parte causate dalla necessità di acquisire quote di mercato, attraverso un aumento delle concessioni di fidi, durante il periodo di espansione economica. La mancanza di un'adeguata predisposizione di processi volti al recupero delle esposizioni critiche, inoltre, ha contribuito all'incremento degli *NPLs* tra le banche.

Ecco che la possibilità della cessione ad un "fondo di ristrutturazione" assume le caratteristiche di un "*backup*", che consente agli intermediari di "smaltire" i crediti in sofferenza e di impiegare le risorse per nuovi rapporti remunerativi.



## Bibliografia

G. ALPA, P. GAGGERO, *Commento sub art. 121 tub*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano, 2018.

P. ANGELINI, *I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema*, in Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia al Convegno “NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori”, Roma, 9 ottobre 2018.

F. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni di investimento*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2015.

C. L. APPIO, L. ANSELMINI, *Cessione di rapporti giuridici*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: commento al d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385*, a cura di F. BELLI, G. CONTENUTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO, V. SANTORO, Bologna, 2003.

A. ARCANGELI, *La cartolarizzazione degli NPLs e la GACS. Il nuovo tessuto normativo*, 28 marzo 2017. Consultabile al sito: [https://web.uniroma1.it/deap/sites/default/files/allegati/Securitization%20e%20GACS%20%28Andrea%20Arcangeli%20-%2028%20marzo%202017%29\\_1.pdf](https://web.uniroma1.it/deap/sites/default/files/allegati/Securitization%20e%20GACS%20%28Andrea%20Arcangeli%20-%2028%20marzo%202017%29_1.pdf).

L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. Soc.*, 2016.

L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Milano, 2018.

BANCA D'ITALIA, *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, in *Questioni di Economia e Finanza*, a cura di L. CARPINELLI, G. CASCARINO, S. GIACOMELLI, V. VACCA, 2016. Consultabile al sito: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0311/QEF\\_311\\_16.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0311/QEF_311_16.pdf).

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, Roma, 31 maggio 2016. In [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2015/rel\\_2015.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2015/rel_2015.pdf).

C. BARBAGALLO, *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Intervento al Primo Congresso Nazionale FIRST CISL, Roma, 6 giugno 2017.

C. BARBAGALLO, *Crediti deteriorati e prospettive reddituali delle banche italiane*, intervento tenuto a *The European House – Ambrosetti*, Milano, 22 gennaio 2018.

C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, in *Banca, impresa, soc.*, 2019.

P. BASILE, *La soggettività dei fondi comuni di investimento: appunti a margine della pronuncia del Tribunale di Milano*, in *Riv. dir. ban.*, 2017, I.

E. BECCALLI, E. COLETTI, C. SIMONE, *NPLs delle banche europee: determinanti macroeconomiche e di impresa*, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2015.

G. BEFANI, *"Non performing loan", crisi bancarie e soluzioni di mercato: spunti di riflessione sulla compatibilità dell'intervento pubblico con il regime degli aiuti di Stato*, in *Il Diritto dell'economia*, 2018, II.

M. BIASIN, M. SCIUTO, *Il fondo di credito diretto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016.

A. BLANDINI, *Crediti deteriorati e struttura delle banche: considerazioni di insieme*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.

R. BOCCIARELLI, *Visco: Atlante, iniziativa efficace*, in *IlSole24Ore*, 14 aprile 2016, consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-14/visco-atlante-iniziativa-efficace-073909.shtml?uuid=ACn2AS7C>.

R. BOCCIARELLI, *Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi*, 15 aprile 2016, consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-15/padoan-atlante-effetto-leva-50-miliardi-070754.shtml?uuid=ACvkIG8C>.

E. BOLOGNESI, C. COMPAGNO, M. GALDIOLO, S. MIANI, *La gestione dei crediti deteriorati: un confronto tra cessione e cartolarizzazione del portafoglio*, in *Bancaria*, 2017, n. 2.

P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. GASPARINI, L. NIERI, *La gestione dei crediti deteriorati: un'analisi delle principali soluzioni*, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2015.

P. BONGINI, M. L. DI BATTISTA, L. NIERI, *La gestione dei crediti deteriorati: un percorso a ostacoli tra soluzioni individuali e soluzioni di sistema*, in *Ec. e dir. terz.*, 2016.

P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario. App. di agg. al D.Lgs. 27/1/2010, n. 11 e al D.Lgs. 13/8/2010, n. 141*, Milano, 2010.

A. CAFARO, *Crediti deteriorati (NPL): l'evoluzione della regolamentazione è pienamente soddisfacente anche nell'ottica della preservazione del valore per il sistema paese?*, in *Riv. banc.*, 2019.

A. CANEPA, *Dai salvataggi bancari ai crediti deteriorati: la complessa applicazione delle regole sugli aiuti di stato fra flessibilità e rigidità, intervento al Convegno “crediti deteriorati nell’industria bancaria italiana”*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016, n. 3, I.

F. CAPRIGLIONE, *Concentrazione bancarie e logica di mercato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008.

F. CAPRIGLIONE, *Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante*, in *Diritto Bancario.it*, 3 maggio 2016. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/capriglione\\_f.\\_una\\_cura\\_inadeguata\\_per\\_i\\_mali\\_del\\_sistema\\_bancario\\_italiano\\_il\\_fondo\\_atlante\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/capriglione_f._una_cura_inadeguata_per_i_mali_del_sistema_bancario_italiano_il_fondo_atlante_2016.pdf).

F. CAPRIGLIONE, *Idea Fondi di credito per ripulire dagli Npl i bilanci delle banche*, in *Repubblica - Affari e finanza*, 30 aprile 2018.

F. CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto e impresa*, 2018.

F. CAPRIGLIONE, *Incidenza degli Npl sulla stabilità del sistema bancario*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, n. 3, I.

F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.

P. CARRIERE, *La “crisi” dei fondi comuni di investimento: tra autonomia patrimoniale e soggettività*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, n. 2, III.

P. CARRIERE, *La riformulazione della riserva di attività della gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. soc.*, 2014.

P. CARRIERE, *I “fondi comuni di ristrutturazione” tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Riv. soc.*, 2016.

P. CARRIERE, *I “fondi comuni di ristrutturazione”: ricostruzione tipologica e inquadramento sistematico di una nuova fattispecie di OICR*, in *Diritto bancario.it*, 19 aprile 2016. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/carriere\\_p.\\_i\\_fondi\\_comuni\\_di\\_ristrutturazione\\_ricostruzione\\_tipologica\\_e\\_inquadramento\\_sistematico\\_di\\_una\\_nuova\\_fattispecie\\_di\\_oicr\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/carriere_p._i_fondi_comuni_di_ristrutturazione_ricostruzione_tipologica_e_inquadramento_sistematico_di_una_nuova_fattispecie_di_oicr_2016.pdf).

P. CARRIERE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in *Riv. dir. ban.*, 2017, I.

S. CERVONE, *Performance dell’immobiliare e dei fondi immobiliari*, in *Fondi immobiliari ad apporto specializzati*, a cura di C. CACCIAMANI, Napoli, 2006.

F. CHIOMENTI, *Cessione di prestito obbligazionario fra banche e scissione fra banche comprensiva di una cessione di prestito obbligazionario: sulla portata dell'art. 58 del T.U. bancario (una proposta di inquadramento)*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I.

L. COSENTINO, D. PREVITALI, *Modalità di gestione del credito deteriorato e sviluppo del mercato NPL in Italia*, in *Banche e banchieri*, 2016.

M. COTUGNO, *Credito non performing e forborne exposure: Nuove regole e implicazioni gestionali*, in *Bancaria*, 2016, n. 6.

M. COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Milano, 2018.

F. DABBENE, M. ROBERTI VITTORY, *Gli impatti dell'Ifrs 9 sulle banche italiane e sul credito*, in *Bancaria*, 2017.

L. DAVI, *Atlante, ecco tutte le regole per gli investimento del fondo salva-banche*, in *IlSole24Ore*, 23 aprile 2016, consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-04-23/atlante-ecco-tutte-regole-gli-investimenti-fondo--100847.shtml?uuid=AC4w5FED>.

DELOITTE (2019), *Deleveraging Europe*, disponibile a <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-deleveraging-europe-2019.pdf>.

M. L. DI BATTISTA, L. NIERI, *Il Fondo Atlante: un piccolo passo per la soluzione al problema dei crediti deteriorati (e non solo)*, in *Osservatorio Monetario*, 2016.

F. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, a cura di R. PARDOLESI, Milano, 1999.

G. DI STASIO, *Cessione di Non Performing Loans (NPLs) nel sistema bancario*, in *Banche e banchieri*, 2016.

M. DOMENEGOTTI, *NPLs: disciplina, oneri e rischi delle operazioni di cessione del credito*, in *Diritto bancario.it*, 16 maggio 2016. Consultabile in: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/domenegotti\\_m.\\_npls\\_disciplina\\_oneri\\_e\\_rischi\\_delle\\_operazioni\\_di\\_cessione\\_del\\_credito\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/domenegotti_m._npls_disciplina_oneri_e_rischi_delle_operazioni_di_cessione_del_credito_2016.pdf).

G. FERRI JR, *Soggettività giuridica e autonomia patrimoniale nei fondi comuni di investimento*, in *Riv. Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2015, III.

P. FERRO-LUZZI, *Un problema di metodo: la "natura giuridica" dei fondi comuni di investimento (a proposito di Cass. 15 luglio 2010, n. 16605)*, in *Riv. Soc.*, 2012.

C. FISCALE, *GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) – Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di*

cartolarizzazione di NPLs, in *Diritto bancario.it*, 17 marzo 2016, consultabile in: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/fiscale\\_c.\\_gacs\\_garanzia\\_cartolarizzazione\\_sofferenze\\_-\\_lo\\_schema\\_di\\_garanzia\\_statale\\_italiano\\_per\\_i\\_titoli\\_senior\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/fiscale_c._gacs_garanzia_cartolarizzazione_sofferenze_-_lo_schema_di_garanzia_statale_italiano_per_i_titoli_senior_2016.pdf).

L. FOLLIERI, *I patti sulla "coercibilità" del credito*, in *Studium iuris*, 2019.

G. GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, in *Diritto bancario.it*, 04 luglio 2019. Consultabile in: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/gallo\\_g.\\_i\\_crediti\\_deteriorati.\\_tecniche\\_di\\_gestione\\_negoziale\\_cessione\\_e\\_ristrutturazione\\_2019\\_0.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/gallo_g._i_crediti_deteriorati._tecniche_di_gestione_negoziale_cessione_e_ristrutturazione_2019_0.pdf).

M. GIANNANTONIO, C. MUTTI, *I crediti deteriorati fra la prospettiva regolamentare e contabile: un'evidenza empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2018, III.

M. GRANIERI, A. RENDA, *La securitization tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, a cura di R. PARDOLESI, Milano, 1999.

E. GUFFANTI, *La direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Le soc.*, 2011.

G. O. IANNOTTA, L. LEUCI, M. ORIANI, *Crediti deteriorati e normativa sulla crisi d'impresa*, in *Osservatorio Monetario*, 2015.

B. INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di stato nella BRRD e nella comunicazione sul settore bancario del 30.7.2013 della Commissione europea*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016.

N. JASSAUD, K. KANG, *A strategy for Developing a Market for Non Performing Loans in Italy*, IMF, Working paper n. 15/24.

V. LEMMA, *Messa in sicurezza del mercato bancario: problematica dei crediti deteriorati e resilienza degli intermediari*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, Suppl. n.3.

V. LEMMA, *Autonomia statutaria e controllo pubblico nella Sicaf*, in *Liber Amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2019.

V. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.

R. LENER, C. PETRONZIO, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. ANNUNZIATA, Milano, 2015.

C. F. MAGGI, *NPLs secured in Italia: profili e problematiche valutative dei soggetti specializzati nell'acquisto mirato e nella gestione giudiziale*, in *Diritto bancario.it*, 16 marzo 2016. Consultabile al sito:

[http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/maggi\\_c.f.\\_e\\_angelino\\_s.\\_npls\\_secured\\_in\\_italia\\_profili\\_e\\_problematich\\_e\\_valutative\\_dei\\_soggetti\\_specializzati\\_nella\\_cquisto\\_mirato\\_e\\_nella\\_gestione\\_giudiziale\\_2016\\_0.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/maggi_c.f._e_angelino_s._npls_secured_in_italia_profili_e_problematich_e_valutative_dei_soggetti_specializzati_nella_cquisto_mirato_e_nella_gestione_giudiziale_2016_0.pdf).

M. T. MAGGIOLINO, *La garanzia dello stato sulla cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.

F. MAIDERI, *Artt. 53-54*, in *Codice commentato della banca*, a cura di F. CAPRIGLIONE, V. MEZZACAPO, Milano, 1990.

A. MALINCONICO, F. PARENTE, *Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*, in *Bancaria*, 2017, n. 5.

P. MARCHETTI, *Appunti sulle SICAV*, in *Riv. Soc.*, 1992.

M. MARIANI, *Impresa, banche e rischio di credito. Tecniche innovative nella gestione dei non performing*, Milano, 2006.

D. MASCIANDRO, *La forza di Atlante nasce dal mercato*, in *IlSole24Ore*, 17 aprile 2016. Consultabile al sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-04-17/la-forza-atlante--nasce-mercato-----103954.shtml?uuiid=ACMwBc9C>.

P. MASI, *Commento all'art. 58*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2012.

M. R. MAUGERI, *Art. 121. Definizioni*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. COSTA, Torino, 2013.

A. MAZZA, G. MORRI, *Finanziamento immobiliare*, Milano, 2010.

P. MESSINA, G. GIANNESI, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal D.L. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, in *Diritto bancario.it*, 16 novembre 2016. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/messina\\_p.\\_e\\_giannesi\\_g.\\_ganza\\_sulla\\_cartolarizzazione\\_delle\\_sofferenze\\_gacs\\_dal\\_d.l.\\_18-2016\\_al\\_dm\\_3\\_agosto\\_2016\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/messina_p._e_giannesi_g._ganza_sulla_cartolarizzazione_delle_sofferenze_gacs_dal_d.l._18-2016_al_dm_3_agosto_2016_2016.pdf).

P. MESSINA, *Unlikely to pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.

M. MIOLA, *Commento all'art. 33 del TUF*, in *Commentario al Testo unico della Finanza*, a cura di G. F. CAMPOBASSO, Torino, 2002.

R. NATOLI, *L'escussione stragiudiziale accelerata delle garanzie reali nella proposta di direttiva sui crediti deteriorati (NPL)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.

M. PERRINO, *Commento all'art. 58*, in *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. COSTA, Torino, 2013, I.

A. PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi e opportunità*, intervento al convegno AIAF, Milano, 9 novembre 2017.

L. A. PONZIO, *Inquadramento della consultazione concernente le Linee Guida per le Banche sui crediti deteriorati avviata dalla Banca Centrale Europea*, 26 settembre 2016. Consultabile al sito: [http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/ponzio\\_l.a.\\_inquadramento\\_della\\_consultazione\\_concernente\\_le\\_linee\\_guida\\_per\\_le\\_banche\\_sui\\_crediti\\_deteriorati\\_avviata\\_dalla\\_banca\\_centrale\\_europea\\_2016.pdf](http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/ponzio_l.a._inquadramento_della_consultazione_concernente_le_linee_guida_per_le_banche_sui_crediti_deteriorati_avviata_dalla_banca_centrale_europea_2016.pdf).

D. ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2016, n. 1, II.

D. ROSSANO, *La gestione dei crediti deteriorati nelle crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.

E. RULLI, *Contributo della disciplina della risoluzione bancaria. L'armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017.

G. SANDRELLI, *Raccolta di capitali e attività di investimento. Note sulla nozione di "organismo di investimento collettivo del risparmio a seguito della direttiva sui fondi alternativi*, in *Riv. Soc.*, 2015.

F. SARTORI, *Sul "diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)": linee dell'evoluzione normativa*, in *Riv. dir. ban.*, 2018, I.

A. D. SCANO, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006.

A. SCANO, *Fondi comuni immobiliari e imputazione degli effetti dell'attività di investimento*, in *Giur. Comm.*, 2011.

L. SEMINARA, *Natura dei fondi comuni di investimento e responsabilità della SGR*, in *Giur. Comm.*, 2016.

E. SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. Comm.*, 1999.

V. TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione: profili generali*, Padova, 2003.

D. VATTERMOLI, *articolo 58*, in *Testo Unico Bancario, Commentario*, a cura di M. PORZIO, F. BELLI, G. LOSAPPIO, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, Milano, 2010.