



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

**CORSO DI LAUREA  
IN ECONOMIA E FINANZA**

*Tesi di Laurea Magistrale*

---

*La gestione di crediti UTP attraverso uno strumento di  
risparmio gestito: alla scoperta di nuove frontiere per il sistema  
creditizio italiano*

---

*Relatore*

Professoressa Elisa Cavezzali

*Correlatore*

Professore Federico Beltrame

*Laureando*

Tommaso Radich

Matricola 866846

*Anno Accademico*

2021 / 2022



## Sommario

<b>INTRODUZIONE</b> .....	4
<b>CAPITOLO 1</b> .....	9
<b>IL FIA ITALIANO CHE INVESTE IN CREDITI – LA LEGISLAZIONE</b> .....	9
<i>La risposta ad una necessità</i> .....	9
<i>Le tappe del cambiamento</i> .....	11
<i>L'inquadramento normativo</i> .....	16
<i>Una disciplina in evoluzione</i> .....	28
<i>I vantaggi derivanti dall'applicazione della legge 130/99</i> .....	30
<b>CAPITOLO 2</b> .....	32
<b>IL CREDITO DETERIORATO CON FOCUS SULL'UTP</b> .....	32
<i>Premessa</i> .....	32
<i>Il punto di giunzione tra Europa e Italia</i> .....	34
<i>L'imprevedibilità del credito Unlikely to Pay</i> .....	37
<i>La valutazione del credito</i> .....	40
<i>I crediti UTP Secured</i> .....	41
<i>Cluster n.1 - Asset non suscettibili di valorizzazioni economicamente convenienti</i> ....	42
<i>Cluster n.2 - Asset da sottoporre a ristrutturazione e/o miglioramento</i> .....	42
<i>Cluster n.3 - Asset con potenzialità di valorizzazione edilizia e cambio destinazione d'uso</i> .....	43
<i>Cluster n.4 - Immobili a reddito</i> .....	44
<i>La valutazione del collaterale</i> .....	44
<i>L'importanza della dotazione informativa</i> .....	49
<i>La metodologia valutativa</i> .....	50
<i>La gestione del credito</i> .....	53
<i>Il turnaround</i> .....	55
<i>La liquidazione del credito</i> .....	63
<i>Il mercato italiano del credito UTP</i> .....	64
<i>Le prospettive del credito</i> .....	71
<b>CAPITOLO 3</b> .....	74
<b>IL FONDO D'INVESTIMENTO</b> .....	74
<i>Premessa</i> .....	74
<i>La struttura del fondo</i> .....	78

<i>Il regolamento del fondo</i> .....	82
<i>L'omogeneità dei criteri di valutazione dei crediti</i> .....	85
<i>Performance del fondo e valore della quota</i> .....	91
<i>La derecognition dei crediti</i> .....	98
Step 1 - <i>Consolidare tutte le controllate</i> .....	99
Step 2 – <i>Determinare se i principi di eliminazione sono applicati a una parte o a tutte le attività</i> .....	100
Step 3 – <i>I diritti ai flussi finanziari derivanti dall'attività sono scaduti?</i> .....	100
Step 4 – <i>L'entità ha trasferito i propri diritti per ricevere i flussi finanziari dall'attività?</i> .....	101
Step 5 – <i>L'entità ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi e i benefici?</i> .....	101
CONCLUSIONI.....	104
BIBLIOGRAFIA.....	107
SITOGRAFIA.....	112

## ***INTRODUZIONE***

La gestione delle sofferenze bancarie è da diversi anni in cima alle priorità della Banca Centrale Europea ma l'attenzione di quest'ultima si è recentemente spostata su una nuova tipologia di crediti: le cosiddette inadempienze probabili (in inglese Unlikely to Pay).

La classificazione Unlikely to Pay di un credito per le banche significa dover gestire l'obbligazione con un'accuratezza molto più specifica, essendo la stessa in uno stato di equilibrio tra due differenti mondi: il mondo delle sofferenze e il mondo dei crediti sani.

Nonostante le caratteristiche intrinseche alla particolare categoria di crediti, che verranno approfondite nel proseguo, la nozione armonizzata di Non Performing Exposures (NPE), stabilita normativamente dalla Commissione Europea e confermata dall'ABE e della BCE, tratta in maniera eguale le diverse situazioni definite come "sofferenza", "inadempienze probabili" (UTP) ed "esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate".

È estremamente rilevante questo aspetto ai fini dello studio perché i presidi e i limiti che le autorità di vigilanza impongono per mitigare i rischi sistemici causati da elevati volumi di crediti NPE includono appunto le masse creditizie classificate come Unlikely to Pay, in cui potrebbero non essersi verificate situazioni di inadempimento o di ritardo nell'adempimento ma semplicemente sussiste un'elevata probabilità che in futuro le obbligazioni non verranno adempiute.

La diligenza necessaria per amministrare la suddetta tipologia di crediti è imposta dalle autorità di vigilanza non solo con il fine di preservare la stabilità finanziaria del sistema bancario ma soprattutto per sostenere l'economia reale. Una sana e prudente gestione di tali crediti può permettere alla banca di rilanciare le imprese in difficoltà, salvare posti di lavoro, stimolare la crescita economica del Paese e creare ricchezza.

Solo gestendo proattivamente le esposizioni classificate come UTP le banche hanno la possibilità di partecipare attivamente al processo di riqualificazione dei crediti, necessario per evitare drastiche svalutazioni e forti impatti sui parametri di vigilanza prudenziali. L'obiettivo del legislatore europeo e nazionale è quello di incoraggiare gli enti creditizi ad intervenire tempestivamente per rilanciare i business sottostanti ai crediti. Un approccio di questo genere richiede che le banche possiedano competenze multidisciplinari (conoscenza del settore,

gestione aziendale, competenze finanziarie, familiarità con le principali procedure legali, ecc..) da saper sfruttare in maniera articolata e personalizzata in base alla specifica esigenza.

Il tema, ormai da diversi anni di primario interesse per le istituzioni finanziarie italiane ed europee, nell'ultimo periodo con il perdurare della crisi finanziaria globale successiva al diffondersi della pandemia ha assunto una rilevanza ancora superiore essendo diventata, l'attività di recupero dei crediti deteriorati, ancora più lenta e difficoltosa.

Tutto ciò è inserito nell'attuale realtà finanziaria, caratterizzata da continue e drastiche evoluzioni legislative in tema di gestione dei crediti deteriorati in corso di sviluppo e in piena sperimentazione. Non è un caso, vista la crisi finanziaria e le conseguenti recessioni che si manifesteranno negli anni a seguire, che tali interventi del regolatore abbiano ad oggetto in maniera prevalente gli accantonamenti prudenziali richiesti per sostenere correttamente, in termini di adeguatezza patrimoniale, i rischi associati agli attivi deteriorati all'interno dei bilanci bancari. Sono le linee guida della BCE<sup>1</sup>, integrate dall'*addendum*<sup>2</sup> pubblicato l'anno successivo, a esplicitare l'importanza di effettuare gli adeguati accantonamenti per i crediti deteriorati e provvedere tempestivamente alla cancellazione degli stessi. Inoltre, tali documenti sottolineano il nesso che intercorre tra la gestione proattiva delle esposizioni ed il risanamento dei bilanci bancari per perseguire una corretta ripresa dell'attività di finanziamento della economia.

È in questo contesto che il sistema creditizio italiano percepisce l'esigenza di liberare le banche dall'onere di un ponderoso fardello costituito dai crediti deteriorati, che impediscono alle medesime di assolvere a pieno regime alle loro funzioni operative, garantendo alla società la liquidità necessaria per far ripartire economicamente l'Italia. La dottrina<sup>3</sup> ha dimostrato che un elevato stock crediti deteriorati nei bilanci delle banche si traduce finanziariamente in una compressione degli utili e minore capacità di raccogliere nuove risorse sul mercato.

Lo scenario attuale non consente di attendere, le banche hanno la necessità di prendere una posizione e delineare una strategia per risolvere il prima possibile il problema dei consistenti volumi di esposizioni deteriorate. Ad oggi le possibilità sono, generalizzando il più possibile, solo tre: gestire internamente tali crediti affrontando i vincoli posti dalla normativa sul

---

<sup>1</sup> BCE: *Linee guida europee per le banche sui crediti deteriorati (non-performing loans, NPL)*, pubblicate il 20 marzo 2017

<sup>2</sup> *Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate*, marzo 2018

<sup>3</sup> Cfr. *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPL) del sistema bancario italiano - Domande e risposte*, visionabile su [www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html](http://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html),

*Calendar Provisioning*, esternalizzare la gestione dei crediti sfruttando la professionalità di servicer specializzati nel settore dei crediti problematici e infine cedere tali crediti tramite gli strumenti regolati dalla Legge n.130 del 30/04/1999. È proprio questa terza opzione che, nelle sue diverse configurazioni, si sta dimostrando il metodo più efficace per alleggerire i bilanci dai crediti “indesiderati” e ottenere in cambio degli strumenti finanziari che, per la loro natura, si dimostrano performanti e decisamente economici. Ma proseguiamo per step.

La legge n.130 è stata introdotta in Italia per disciplinare le operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Tali operazioni finanziarie si fondano sulla cessione di crediti attraverso la costituzione di titoli con sottostante i crediti stessi, idonei ad essere emessi sul mercato finanziario. Questo strumento di finanza strutturata è stato ampiamente utilizzato dagli istituti di credito per ridurre il volume dei crediti deteriorati all'interno dei loro bilanci permettendo di vendere consistenti portafogli di NPLs per sopperire alla necessità di liquidità e per rispettare i vincoli derivanti dalle imposizioni delle autorità di vigilanza europee. Ad oggi, si è fatto ampio utilizzo di questa tecnica finanziaria con riguardo ai NPLs e di recente la sopra citata tecnica sta estendendosi anche con riguardo agli UTP.

Favorire lo smobilizzo delle sofferenze e dei crediti UTP degli istituti bancari permette non solo di trasferire ad altri il rischio di credito ma anche di riqualificare il proprio portafoglio crediti ridimensionando le poste dell'attivo e liberando risorse che possono essere reinvestite in impieghi alternativi.

Il medesimo regime normativo previsto dalla legge 130/99 per le cartolarizzazioni realizzate mediante una società di cartolarizzazione si può applicare alle operazioni realizzate mediante cessione ad un fondo comune di investimento di crediti, come disciplinato all'art. 7, comma 1, lett. b) della stessa legge 130.

Le operazioni disposte attraverso questa struttura normativa prevedono che la banca che ha originato il credito, o ancor meglio il soggetto proprietario del credito (esistendo anche un mercato secondario del credito il soggetto originator potrebbe non coincidere con il soggetto cedente), ceda ad un fondo di investimento alternativo (“FIA”) un portafoglio di crediti UTP contro un corrispettivo o in cambio di quote del fondo stesso. Il FIA, a prescindere dalle modalità con cui acquista i portafogli di crediti, è tenuto ad emettere quote destinate ad investitori istituzionali o privati e il valore delle stesse durante la vita del fondo descriverà l'andamento e il valore delle performance dello stesso.

Ritengo che, per la disciplina del credito, questo fenomeno finanziario abbia delle potenzialità decisamente elevate e che il suo uso sia ancora poco sfruttato dal mercato creditizio italiano. In questo studio descriverò come avviene nella pratica il processo di cessione, delineando la metodologia valutativa dei crediti ceduti, esaminando le tecniche gestorie per valorizzare il processo di recupero di un credito e tutte le fasi di gestione di un fondo che investe in assets di questa tipologia. Dall'analisi non prescindere gli aspetti legislativi e in più passaggi tenterò di dimostrare come la normativa nazionale ed europea stia cercando di allinearsi sempre di più ad una politica di gestione dei crediti problematici al di fuori del contesto bancario attraverso strumenti di risparmio gestito al fine di ottenere vantaggi di tipo sistemico sia relativamente agli enti creditizi che nei confronti delle società.

Costituire fondi di questo tipo e utilizzarli per gestire proattivamente crediti classificati come UTP rispondendo alle esigenze di *derecognition* delle banche e degli intermediari italiani, permette di ottenere molteplici benefici quali, a titolo non esaustivo, l'accesso all'expertise e alle competenze di gestione degli UTP di operatori specializzati nel settore, l'ottenimento di portafogli di crediti diversificati per settore di appartenenza, l'acquisizione di un maggior potere negoziale nei confronti di uno specifico debitore (soprattutto in sede di procedimenti giudiziali), la partecipazione alla distribuzione dei proventi attraverso una *waterfall* prestabilita che generalmente attribuisce priorità elevata alle quote sottoscritte dalle banche cedenti e, naturalmente, l'ottenimento per le banche cedenti della *derecognition* a livello contabile, con conseguente miglioramento del livello di NPE ratio.

Prima di entrare nel vivo dello studio ritengo interessante riportare un estratto di una recente intervista<sup>4</sup> fatta ad Andrea Mignanelli, attuale amministratore delegato del Gruppo Cerved, che descrive in maniera sintetica ed empirica il fenomeno finanziario appena descritto: *“Oggi esiste in Italia un’industria ben strutturata in grado di gestire volumi anche importanti di crediti deteriorati e che consente al sistema bancario di concentrarsi nel finanziare l’economia reale. Prima della crisi del 2011-12 non era così: le banche non erano attrezzate per gestire uno stock di NPE che è rapidamente cresciuto fino alla cifra di 330 miliardi. Grazie ad alcuni interventi legislativi e agli investimenti degli operatori, questi stock sono usciti dai bilanci bancari. Finora la pandemia non ha avuto conseguenze sui crediti deteriorati, il tasso di deterioramento ha toccato un minimo del 2,1% secondo le ultime rilevazioni della Banca d’Italia. Con la fine della moratoria ci aspettiamo nei prossimi anni di nuovo un aumento degli NPL, generato dalla crisi pandemica, ma con caratteristiche significativamente diverse. In termini di volumi l’impatto sarà meno consistente e temporaneo e riguarderà in misura maggiore gli UTP e in misura minore le sofferenze. Inoltre,*

---

<sup>4</sup> Credit Village, White Paper, Mercato NPE 2021



*questa volta esiste già un'industria in grado di gestire volumi anche consistenti di NPE, con benefici per il sistema economico.*

Questi aspetti e molte altre tematiche inerenti al tema verranno discusse nel corso dell'elaborato contestualizzando l'analisi al mercato del credito UTP italiano, definendo le prospettive quantitative dei volumi di credito, esplicitando i principali attori coinvolti nel fenomeno e approfondendo le conseguenze in termini aziendali sugli impatti della traslazione della figura del creditore da una banca ad uno strumento di risparmio gestito.

## **CAPITOLO 1**

### ***IL FIA ITALIANO CHE INVESTE IN CREDITI – LA LEGISLAZIONE***

#### ***La risposta ad una necessità***

**“L’attuazione di una strategia globale per affrontare la questione dei crediti deteriorati è una priorità per l’Unione. Sebbene affrontare la questione dei crediti deteriorati competa, in primo luogo, agli enti creditizi e agli Stati membri, la riduzione degli attuali stock di crediti deteriorati e la prevenzione di un eventuale eccessivo accumulo in futuro di crediti deteriorati sono obiettivi che presentano una chiara rilevanza a livello dell’Unione Europea.”**

Con questa frase, il 24 novembre 2021, il Parlamento Europeo e il Consiglio dell’Unione Europea tramite la *Direttiva europea sulla gestione e l’acquisto dei crediti*<sup>5</sup> tornavano ad evidenziare alle istituzioni finanziarie europee la necessità dell’introduzione di nuovi sistemi che possano svilupparsi al fine di creare valore nella gestione dei crediti bancari classificati come deteriorati. Il presente scenario, di sempre maggiore complessità, influenzato negativamente anche dall’attuale situazione generalizzata di crisi economica causata dalla pandemia da *Coronavirus* e dalla guerra russa-ucraina, presenta la necessità di una maggiore specializzazione da parte dei professionisti che dovranno accompagnare banche, imprese e creditori attraverso processi innovativi di gestione.

Gli elevati stock di crediti deteriorati nei bilanci bancari ormai da diversi anni sta creando instabilità e incertezza sul futuro del sistema finanziario. L’accumulo di tali crediti rallenta il meccanismo di concessione di nuovi prestiti e impone agli istituti di credito un innalzamento dei tassi con conseguente rallentamento dell’intera economia.

Già dal 2017 era emersa l’esigenza di affrontare il tema in maniera più puntuale e il «*Piano d’azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa*» («*piano d’azione*»)<sup>6</sup> ha per la prima volta descritto il fenomeno del credito deteriorato in un’ottica diversa dagli approcci fino a quel momento utilizzati. Si iniziò a parlare di sviluppo di mercati secondari, di riforme

---

<sup>5</sup> Direttiva (UE) 2021/2167 del parlamento europeo e del consiglio del 24 novembre 2021 relativa ai gestori di crediti e agli acquirenti di crediti e che modifica le direttive 2008/48/ce e 2014/17/UE

<sup>6</sup> comunicato stampa 459/17 11.7.2017

strutturali dei quadri in materia di insolvenza e di recupero dei crediti, di integrare ulteriori strumenti di vigilanza e più in generale di ristrutturare il sistema bancario.

Le nuove Direttive Europee e le indicazioni della BCE alle banche seguono un approccio internazionale con l'obiettivo di avviare azioni politiche che influiscano sullo stock di deteriorato all'interno dei bilanci e riconoscano la responsabilità propria delle banche nella gestione delle politiche interne di ristrutturazione dei modelli di monitoraggio di tali asset al fine di contribuire a incrementare la solidità del sistema e permettere un rafforzamento della crescita economica dell'Unione.

Negli ultimi anni è emerso che le istituzioni creditizie italiane non hanno le competenze, le risorse e lo spazio di manovra per poter gestire l'ingente accumulo di crediti deteriorati all'interno dei loro bilanci; a titolo non esaustivo riporto che, nel 2015, anno in cui si è raggiunto il picco massimo, lo stock di deteriorato lordo all'interno dei bilanci bancari in Italia era di circa 342 miliardi<sup>7</sup>, più del doppio rispetto al 2010. Le banche, come più volte ha evidenziato Banca d'Italia, hanno la necessità di sviluppare nuove collaborazioni per esternalizzare la gestione di questa tipologia di credito a istituti specializzati che dispongono di competenze adeguate a questo tipo di gestione e che abbiano un'elevata propensione al rischio.

Già nel 2013 l'ex Ministro dell'Economia e delle Finanze Fabrizio Saccomanni durante *l'Intervento di saluto*<sup>8</sup> ha voluto sottolineare le criticità derivanti dalle restrizioni all'offerta di credito e proporre una soluzione, che, anni dopo, si è dimostrata essere la strada maestra per far fronte al fenomeno del credit crunch. Così parlava l'ex Ministro dell'Economia e delle Finanze *“A fronte di una possibile, significativa diminuzione dei finanziamenti bancari, le esigenze di credito dell'economia dovranno essere soddisfatte da altri attori, soprattutto investitori istituzionali, e da nuove forme di intermediazione finanziaria, di cui sono un esempio i credit funds, ovvero quei fondi che erogano credito trasformando scadenze, rischi, liquidità.”* Inoltre, sottolineava come il fenomeno, già molto comune al tempo negli Stati Uniti, rientrasse nella sfera dello *shadow banking*<sup>9</sup> e che, quindi, necessitasse di una regolamentazione chiara e trasparente in modo tale da operare sui mercati evitando crisi sistemiche.

---

<sup>7</sup> Banca Ifis (2021), Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing, Previsioni 2021 - 2023

<sup>8</sup> Credit crunch. Credit funds. (2013), Traccia dell'intervento di saluto del Ministro dell'Economia e delle Finanze Fabrizio Saccomanni

<sup>9</sup> il c.d. Sistema bancario ombra (Shadow Banking System) è un insieme di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi finanziari senza aderire alla relativa regolamentazione in quanto posti al di fuori del perimetro di applicazione delle relative norme (ad esempio: fuori dal perimetro di consolidamento dei conti bancari stabilito a livello normativo).

I *credit funds*, come citati da Saccomanni, sono uno strumento rivoluzionario per la gestione e la riscossione dei crediti, nonché un’ottima soluzione al problema delle consistenti masse di NPE nei bilanci bancari. I crediti funds, come disciplinato dal TUF<sup>10</sup>, devono essere istituiti presso una Società di gestione del risparmio che, secondo la normativa primaria<sup>11</sup>, deve possedere determinati requisiti di capitale e di patrimonializzazione nonché devono essere implementati determinati indicatori per monitorare costantemente i profili di rischio del fondo, i limiti d’investimento e l’andamento della leva finanziaria. Tutti questi aspetti influenzano il grado di tutela degli investitori che, rispetto all’utilizzo di veicoli di cartolarizzazione previsti dalla Legge 130/1999 risulta più accentuato. Risalta, nella lettura del Testo Unico della Finanza<sup>12</sup>, come le società di gestione del risparmio debbano impostare la propria operatività facendo emergere aspetti quali diligenza, correttezza e trasparenza nei confronti dei partecipanti al fondo e dell’integrità di mercato.

Alla luce delle considerazioni finora affrontate e le esamini che proporrò nel corso dello studio, ritengo il fenomeno dei credit fund particolarmente adatto ai fini e ai bisogni dell’economia italiana ed europea attuale; ne è l’esempio l’esponentiale aumento dei volumi di crediti ceduti dalle banche italiane a fondi ed a veicoli di cartolarizzazione che è passato da 20 mld nel 2015 a circa 226 mld nel 2020<sup>13</sup>.

### ***Le tappe del cambiamento***

Tra le ragioni principali che spingeranno le banche a cedere i propri portafogli di crediti “UTP” si trova la necessità di procedere ad una loro progressiva svalutazione secondo i parametri del “*Calendar Provisioning*”.

Il meccanismo di calendario prevede la svalutazione integrale dei crediti deteriorati secondo scadenze prestabilite. Tale processo svalutativo mira ad assicurare che i crediti “malati” non si accumulino nei bilanci bancari senza adeguate rettifiche di valore. A questo momento storico dal punto di vista finanziario si è giunti attraversando diverse fasi normative e regolamentari come riassunte nel seguente grafico.

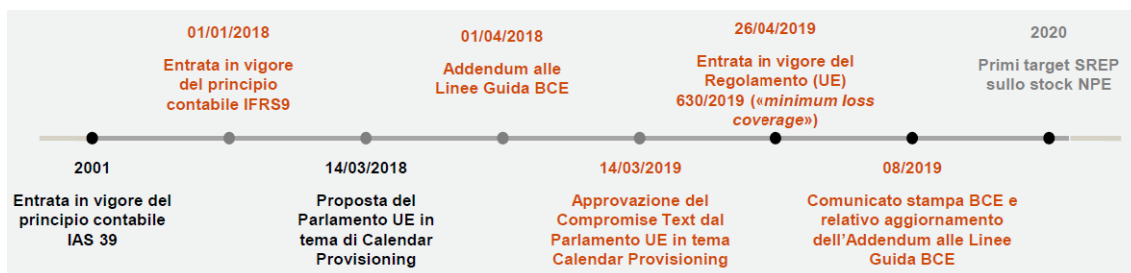
---

<sup>10</sup> Art. 32-quater, dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>11</sup> Art. 34, dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>12</sup> Art. 35-decies comma 1, dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>13</sup> Banca Ifis (2021), Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing, Previsioni 2021 - 2023



Fonte: PWC. Calendar provisioning: I principali impatti economici, di business e organizzativi, 2019

Il principio contabile IFRS 9<sup>14</sup>, entrato in vigore il 01.01.2018 a seguito della pubblicazione del Regolamento UE 2016/2067, ha profondamente rivisto le modalità di classificazione e valutazione delle attività finanziarie nei bilanci bancari, con risvolti rilevanti per la gestione del rischio di credito e la rilevazione delle perdite attese.

Tale regolamento ha introdotto un nuovo principio contabile a risposta all'esigenza far nascere un modello più lungimirante di rilevazione delle perdite attese sulle attività finanziarie.

Le principali novità introdotte dall'IFRS 9 hanno ad oggetto:

1. una diversa misurazione e classificazione degli strumenti finanziari;
2. un nuovo modello di impairment per definire le rettifiche di valore sui crediti;
3. rivisitazione della rappresentazione e delle operazioni di copertura (hedge accounting);
4. modifiche agli schemi di Bilancio e alla Nota Integrativa.

Qualche mese prima dell'entrata del nuovo principio contabile la BCE propedeuticamente alle future riforme finanziarie in tema di crediti pubblica "le Linee Guida in materia di NPL<sup>15</sup>" che, tra le varie tematiche trattate, enfatizza il tempestivo *provisioning* e *write-off* delle posizioni deteriorate. In particolare, il capitolo 6 intitolato "Valutazione delle riduzioni di valore e cancellazione degli NPL" disciplina in maniera prospettica le dinamiche degli accantonamenti al variare del valore dei crediti all'interno dei bilanci. Il documento non fornisce dei parametri quantitativi bensì focalizza il contenuto sulla metodologia che le banche devono perseguire al fine di stimare in maniera accurata il valore dei crediti e

<sup>14</sup> IFRS 9 ha sostituito il principio IAS 39. Tale principio contabile verte a spostare l'attenzione sulla rilevazione tempestiva delle perdite in ottica forward looking ("Expected Loss") piuttosto che la rilevazione tardiva («Incurred Loss»)

<sup>15</sup> Linee guida per le banche sui crediti deteriorati, Marzo 2017

contestualmente provvedere ad effettuare gli accantonamenti prudenziali. Il secondo tema su cui si concentra il capitolo in questione è la cancellazione dei crediti classificati come NPL, tale pratica è di grande interesse per gli Organismi di Vigilanza perché persegue a rafforzare l'adeguatezza patrimoniale degli istituti. Interessante è il passaggio che sottolinea l'esigenza di rilevare con tempestività la natura del credito e operare in maniera rapida al fine di salvaguardare l'integrità della gestione del rischio di credito: *“Il carattere tempestivo della rilevazione degli accantonamenti e della cancellazione dei crediti non recuperabili è di particolare interesse per l'attività di vigilanza poiché serve a rafforzare i bilanci bancari e permette agli intermediari di concentrarsi (nuovamente) sulla loro attività principale, costituita in particolare dal finanziamento dell'economia reale. I crediti ritenuti non recuperabili andrebbero cancellati dal bilancio con tempestività”*<sup>16</sup>

Il 15 marzo 2018 la Banca Centrale Europea emana “L'Addendum alle Linee Guida”<sup>17</sup>, successivamente aggiornato ad agosto 2019<sup>18</sup>, che ha il compito di delineare in maniera puntuale le aspettative del Regolatore europeo in merito ai livelli di provisioning sulle attività deteriorate all'interno dei bilanci bancari.

I parametri alla base del calendario definito in comune accordo con la BCE sono: i) la durata temporale del credito; ii) la classificazione dello stesso come deteriorato; iii) la nascita dell'esposizione; iv) la presenza di eventuali garanzie reali a copertura del credito.

È necessario sottolineare il carattere non vincolante di queste disposizioni avendo la natura di aspettative di vigilanza. Il quadro prudenziale sopra richiamato risulta costituito in linea con la scansione temporale della progressiva entrata in vigore dalle pertinenti disposizioni regolamentari: il Reg. (UE) n. 575/2013 (CRR) e il Reg. (UE) n. 630/2019.

È appunto il Regolamento 630/2019<sup>19</sup> a segnare una svolta normativa sul tema degli accantonamenti prudenziali per far fronte ai consistenti volumi di crediti deteriorati delle banche. Tale testo normativo ha introdotto una nuova disciplina in tema di copertura minima per le NPE (generate da crediti erogati a partire dal 26 aprile 2019), la quale prevede, escludendo margini di flessibilità, un sistema di deduzione dal CET1<sup>20</sup> della banca nella

---

<sup>16</sup> Banca Centrale Europea: Linee guida per le banche sui crediti deteriorati, Marzo 2017, cap. 6.6

<sup>17</sup> Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate, Marzo 2018

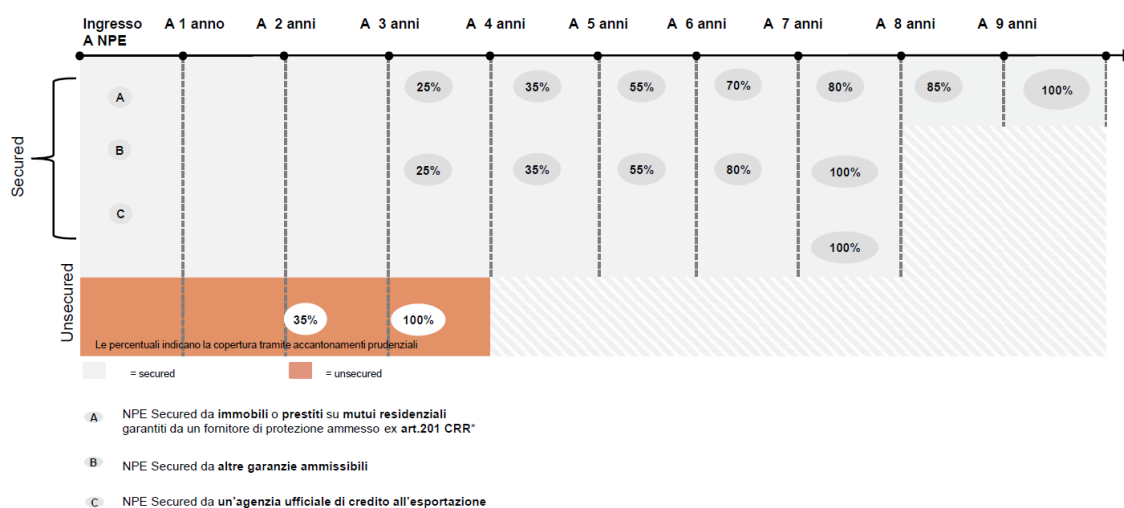
<sup>18</sup> *Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE*, 22 agosto 2019

<sup>19</sup> Che va a modificare il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate

<sup>20</sup> Il Common Equity Tier 1 o CET1, è un coefficiente indicante il grado di patrimonializzazione delle banche. Si esprime in percentuale, mettendo a rapporto il capitale ordinario versato di una banca con le sue attività ponderate per il rischio.

misura in cui non siano stati raggiunti i livelli di copertura minimi previsti dalla suddetta normativa. Uno dei principi che guida la definizione del *calendar provisioning* è inerente al diverso trattamento dei crediti in base alla loro natura e all'eventuale sottostante in garanzia come esplicita il Regolamento dicendo "Tanto più a lungo l'esposizione rimane deteriorata, tanto minore sarà la probabilità di recupero del valore. Pertanto, la quota dell'esposizione che dovrebbe essere coperta da accantonamenti, altre rettifiche e deduzioni dovrebbe aumentare nel tempo, secondo un calendario predefinito."

Al fine di incoraggiare gli enti a provvedere tempestivamente alle cancellazioni contabili il legislatore, tramite il Regolamento 630/2019, ha imposto di provvedere a dedurre dai fondi propri un importo parametrato al valore delle esposizioni deteriorate non sufficientemente coperte (da accantonamenti o altre rettifiche) secondo lo schema di seguito riportato.



Fonte: PWC Calendar provisioning: I principali impatti economici, di business e organizzativi, 2019

Un'ulteriore conseguenza alla previsione legislativa sul monitoraggio degli NPE è l'avvento di un fenomeno svalutativo legato ai livelli minimi di copertura sullo stock di NPL. Tale operazione di bilancio può arrivare a svalutare integralmente lo stock di crediti deteriorati in un arco pluriennale predefinito, indicativamente entro il 2026 come rappresentato nel grafico.

	Prima fascia		Seconda fascia		Terza fascia	
<b>NPE secured</b> (≥ 7 anni di deterioramento)	2020	60%	2020	50%	2020	40%
	2024	100%	2025	100%	2026	100%
<b>NPE unsecured</b> (≥ 2 anni di deterioramento)	2020	70%	2020	60%	2020	50%
	2023	100%	2024	100%	2025	100%

Fonte: il Sole24ore

Infine, per fronteggiare l'emergenza connessa alla diffusione del Covid-19 il legislatore europeo è intervenuto nuovamente modificando il Regolamento 575/2013 attraverso il Regolamento (EU) 2020/873 del Parlamento Europeo e del Consiglio, il quale, puntualizza il ruolo delle garanzie pubbliche nell'ambito dei requisiti giuridicamente vincolanti concernenti l'ammontare minimo di capitale.

Tutte queste riforme finanziarie e l'introduzione del *Calendar Provisioning* hanno obbligato le banche a rimodulare le strategie e le modalità di gestione dei crediti deteriorati, a fronte degli accantonamenti predefiniti sui nuovi flussi. Le principali sfide che le banche stanno affrontando sono:

- L'aumento degli oneri patrimoniali e di conto economico, a fronte delle previsioni di accantonamento equivalente al 100% dell'ammontare del debito residuo entro tempi brevi.
- L'accelerazione delle attività di recupero delle somme dovuto al fine di ridurre il livello degli accantonamenti.
- La potenziale variazione dei prezzi dei crediti a causa dell'incremento delle operazioni di cessione, delle tempistiche ridotte per lo smobilizzo e l'aumento del potere contrattuale dei potenziali *buyer* di deteriorato.
- Necessità di rivedere la strategia di gestione dei crediti problematici e le strategie commerciali e di business.
- L'incremento del numero di operazioni di cessione al fine di ridurre il livello totale degli accantonamenti e delle perdite sostenute.

Sulla spinta del regolatore e della BCE, le banche italiane si sono trovate obbligate a cedere i crediti deteriorati all'interno dei loro bilanci. Questa esigenza ha creato un mercato di operatori specializzati in tutte le fasi del ciclo della vita del credito (Past Due, UTP,



Sofferenza/NPL/Bad loan). Le possibilità per rispondere a tale necessità sono molteplici ma in questo studio ne analizzerò una in particolare: la cessione ad un FIA mediante creazione di uno strumento di risparmio gestito.

### ***L'inquadramento normativo***

La ricostruzione del quadro normativo di riferimento è complessa e le norme applicabili si rinvencono, per la maggior parte da fonti secondarie emanate da soggetti diversi, tra cui, per tutti, il Ministero dell'Economia e Finanze e Banca d'Italia.

Come punto di partenza è opportuno riferirsi all'art.1260 del Codice Civile che disciplina, in maniera volutamente generale, la cessione del credito. Tale disciplina non è trattata fra i contratti ma nel capo del Codice dedicato alle modalità di estinzione dell'obbligazione e le ragioni sono riconducibili al desiderio del legislatore di assegnare agli istituti una relativa elasticità di funzione (la cessione del credito può avvenire a titolo di compravendita così come, ad esempio, quale dazione di garanzia), ma si tratta anche di una scelta da cui deriva un interrogativo in ordine alla sua causa giuridica e, di conseguenza, ai rimedi esperibili in presenza di possibili inadempimenti. L'art. 1263 c.c. disciplina l'oggetto della cessione che deve incorporare privilegi, garanzie ed accessori ovvero, secondo una più distesa ricostruzione giurisprudenziale, tutte le "utilità" che il creditore può trarre dal credito ceduto<sup>21</sup>.

La legislazione finanziaria è chiaramente improntata sul Testo Unico della Finanza che funge da appoggio regolamentare per lo sviluppo del mercato del credito; è chiaro fin dall'art.1<sup>22</sup> che gli Oicr<sup>23</sup> sono autorizzati a investire in crediti emettendo quote o azioni a favore di soggetti diversi dai consumatori.

Tale comma dev'essere letto congiuntamente all'art. 37 che esplicita i tratti caratteristici del Regolamento che, per natura, rappresenta la fonte informativa dei tratti caratteristici di ogni fondo, in particolare deve disciplinarne l'operatività delineandone i limiti e gli obiettivi. In

---

<sup>21</sup> Cfr. sul punto Cass. 3171/1976

<sup>22</sup> Art.1 comma 1 lett. k), dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>23</sup> Organismo di investimento collettivo del risparmio (Oicr): 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 una politica di investimento predeterminata

merito all'oggetto d'investimento l'articolo in riferimento<sup>24</sup> ribadisce che gli strumenti finanziari e gli ulteriori asset su cui è possibile investire il patrimonio del fondo sono definiti nel Regolamento stesso del fondo.

L'attenzione a questo punto va posta sul dettaglio dell'ultimo articolo citato, mi riferisco alla possibilità dell'Oicr di poter investire in strumenti finanziari elencati nel Regolamento del fondo. I crediti per natura non sono veri e propri strumenti finanziari, bensì obbligazioni nei confronti del debitore. Affinché il credito diventi circolabile e liquido ed assoggettabile quindi ad uno strumento finanziario è necessario riferirsi alla normativa secondaria, nel dettaglio alla legge 130/1999 inerente alle Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti, emanata tramite Provvedimento di Banca d'Italia nel 1999 e modificata diverse volte, tra cui ultima per mezzo della Legge di Bilancio 2019<sup>25</sup>. Tale legge assume per la dottrina il ruolo di referente normativo principale incorporando in essa finalità economiche e giuridiche volte allo smobilizzo di assets patrimoniali e la loro successiva trasformazione in strumenti finanziari da poter collocare sul mercato.

La sopracitata legge ha avuto un grosso impatto nel panorama finanziario italiano permettendo, nel corso degli anni, di ampliare la gamma di strumenti finanziari a disposizione dei mercati e degli investitori. Il fenomeno della cartolarizzazione<sup>26</sup>, infatti, è stato ampiamente utilizzato dal sistema bancario per ridurre il volume dei crediti deteriorati presenti nei bilanci degli istituti ed ha avuto grande fortuna sino (almeno in una prima fase) alla crisi del 2007/2008, quando si verificò un loro blocco pressoché totale dovuto, da un lato, al valore di bilancio troppo elevato con cui le banche avevano appostato i propri crediti in sofferenza, e dall'altro al crollo verticale del mercato immobiliare. Negli ultimi 10 anni le operazioni di cartolarizzazione sono aumentate esponenzialmente e mai come in questa fase storica la *securitization* potrebbe diventare il fattore che sposta gli equilibri ribilanciando gli stock di crediti deteriorati nei bilanci bancari e permettere una ripresa di emissione di liquidità che da diversi anni è in diminuzione a causa di fattori quali la riduzione della domanda e l'irrigidimento dell'offerta, che risente del peggioramento del merito di credito della clientela e dell'esigenza di consolidamento del patrimonio delle istituzioni bancarie.

---

<sup>24</sup> Art.37 comma 2 lettera d), dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>25</sup> L. 30 dicembre 2018, n. 145

<sup>26</sup> La definizione di cartolarizzazione è contenuta nell'art. 1 della Legge 30 aprile 1999, n. 130 ed è integrata dall'art. 2 del Regolamento UE 2017/2402 (il c.d. "Regolamento Cartolarizzazioni"), entrato in vigore il 1 gennaio 2019

Ai fini del presente elaborato ritengo corretto riportare l'opinione secondo cui esiste uno stretto legame tra la cartolarizzazione dei crediti e l'aumento della liquidità a disposizione delle banche non è condivisa da tutti gli studiosi della materia. Infatti, attraverso la securitization le banche trasferiscono all'esterno parte del loro portafoglio creditizio e così facendo il profilo di liquidità ex post della banca dovrebbe aumentare, determinando, quindi, un più basso rischio di credito. D'altro canto, però, la rischiosità ex post, rinvenibile nel rischio di credito, ma anche il profilo stesso di liquidità della banca, dipendono dall'utilizzo che l'intermediario fa delle risorse finanziarie rivenienti dalla cartolarizzazione.

Infatti, il rischio di credito potrebbe non diminuire (e il profilo di liquidità non aumentare) qualora queste risorse venissero destinate verso l'impiego in nuove (ed eventualmente anche più rischiose) attività, primi fra tutti i prestiti<sup>27</sup>.

Per poter garantire un'analisi esaustiva del fenomeno ritengo necessario riportare una definizione di cartolarizzazione emanata dall'EBA prima dell'entrata in vigore della legge 130/1999, che così riassume il fenomeno in modo più chiaro e ampio: “la *securitization* è una tecnica finanziaria mediante la quale i flussi di cassa derivanti da impieghi creditizi vengono selezionati ed aggregati al fine di costituire supporto finanziario e garanzia ai titoli rappresentativi di tali crediti, collocati nel mercato dei capitali”.

Prima del 1999 la tecnica della cartolarizzazione veniva già utilizzata in Italia, ma le operazioni erano organizzate avvalendosi di schemi giuridici di diritto estero e ricorrendo a modelli contrattuali complessi. Qualche anno dopo il tema ha acquisito una risonanza tale da dover ridimensionare la portata di questa definizione, ampliandola incorporando finalità sia economiche che giuridiche. Infatti, non si poteva più parlare di tecniche finanziarie bensì di operazioni sistemiche relative a cessioni onerose di blocchi di crediti, presenti e futuri, al fine di trasformarli in titoli negoziabili snaturando del tutto la loro natura originaria. Le suddette operazioni sono svolte attraverso un procedimento trilaterale che coinvolge, nel “modello base” di cartolarizzazione, almeno tre soggetti, riconducibili alle figure dell'originator, dello special purpose vehicle (avente le caratteristiche di cui all'art. 3 della stessa legge) e dell'investitore finale che, al perfezionamento dello stesso, avrà in portafoglio il titolo liquido ed esigibile.

L'operazione in sé si suddivide in due attività, quella traslativa dei crediti dall'originator all'SPV e quella di prestazione di un servizio d'investimento; tali attività sono per natura

---

<sup>27</sup> Tra i maggiori sostenitori della tesi ritroviamo Franke e Krahn, 2005

interconnesse in quanto la cessione dei crediti non può rimanere fine a se stessa e lo dimostra il fatto che il soggetto cedente riceverà la somma pattuita per la cessione solo al concludersi dell'operazione di emissione e collocamento dei titoli incorporanti i crediti ceduti. Il cessionario, a sua volta, acquista i crediti con la finalità di collocarli presso il pubblico di investitori per ottenere la disponibilità per pagare l'originator. La struttura della cartolarizzazione è evidentemente finalizzata al perseguimento da parte del cessionario di un profitto derivante dalla differenza tra il prezzo pattuito per l'acquisto e il prezzo di collocamento dei titoli emessi; è necessario comunque precisare che soltanto in seguito all'avvenuto rimborso dei titoli emessi ed al pagamento dei relativi interessi, nonché di tutte le spese connesse e/o conseguenti alla *securitization*, la società-veicolo potrebbe entrare in possesso dell'eventuale residuo attivo di gestione, qualora tale eventualità risulti contrattualmente stabilita, con conseguente assoggettamento ad imposizione dello stesso.

Il terzo soggetto coinvolto nell'operazione è il sottoscrittore dei titoli che avrà tutto l'interesse che i debitori ceduti adempiano alle loro obbligazioni, in quanto i flussi derivanti dall'adempimento determinano il rendimento totale dei titoli acquistati. Da questa breve ricostruzione si evince l'interesse comune dei soggetti coinvolti, infatti l'elemento che garantisce il buon esito dell'intera operazione è rappresentato dalla corretta gestione dei crediti ceduti e dal regolare adempimento delle obbligazioni.

Esaminando l'operazione dal punto di vista dell'originator e coerentemente con le disposizioni previste a livello contabile e prudenziale, la cessione del credito permette al cedente di effettuare la *derecognition*<sup>28</sup> e un trasferimento significativo del rischio del portafoglio sottostante. In tal senso, i principali vantaggi per l'originator dei crediti possono essere rappresentati da benefici di *capital relief*<sup>29</sup> derivanti dal potenziale trasferimento del rischio e dal riconoscimento di *derecognition* dei crediti sottostanti nonché da benefici in termini di liquidità in virtù della cessione del portafoglio in cambio di un corrispettivo in forma di cash.

Banca d'Italia, in data 29 marzo 2000, ha emanato un provvedimento (Denominato "Schemi di bilancio delle società per la cartolarizzazione dei crediti"<sup>30</sup>) in cui si stabilisce che i crediti ceduti, i titoli emessi, i relativi interessi passivi e le altre operazioni compiute dalla società

---

<sup>28</sup> Eliminazione contabile del credito ceduto, Per valutare se, e in quale misura, l'eliminazione contabile (*derecognition*) dei crediti ceduti da parte degli Intermediari Cedenti sia appropriata nel caso concreto, si applicano i criteri generali contenuti nella sezione 3.2 dell'IFRS 9 e le disposizioni riportate nei paragrafi da B3.2.1 a B3.2.17 dell'Appendice B al principio IFRS 9, relativo alla "Guida operativa" (Application Guidance) dell'IFRS 9, che forma parte integrante del principio stesso.

<sup>29</sup> Cessione di attività rischiose

<sup>30</sup> Dec. Leg. n.78, 03/04/2000

cessionaria (*Special Purpose Vehicle*) nell'ambito del procedimento di cartolarizzazione non devono essere indicate né nel conto economico né nello stato patrimoniale della società veicolo, formando oggetto di rilevazione contabile in appositi allegati alla nota integrativa. L'interpretazione del citato Provvedimento da parte della dottrina<sup>31</sup> è che i crediti ceduti non appartengano al patrimonio dello SPV, tale interpretazione risulta strumentale alla destinazione esclusiva delle somme percepite dal cessionario al soddisfacimento delle finalità elencate nell'art.1, comma 1, lett. b), della legge n. 130/1999, ovvero ad un'attività imprenditoriale priva di rilevanza reddituale.

L'art. 7 comma 1 lett. b)<sup>32</sup>, ispirato espressamente al modello franco-ispanico, estende le disposizioni della legge in esame ai fondi d'investimento che hanno ad oggetto l'investimento in crediti. Tali fondi, nella loro struttura più comune, emettono quote destinate ad investitori istituzionali o privati e si avvalgono di un Depositario specializzato in crediti per il controllo delle quote e il calcolo del *Net Asset Value* ("NAV")<sup>33</sup> e di uno o più *Advisor* indipendenti che forniscono assistenza in attività specifiche.

Il proseguo dell'articolo<sup>34</sup> include la società di gestione del risparmio, gestrice del fondo, tra i soggetti che possono essere incaricati a riscuotere i crediti ceduti e a gestire i servizi di cassa e di pagamento. Questo punto rientra tra i principali vantaggi della struttura che garantisce la possibilità per l'originator di accedere all'expertise e alle competenze specifiche di gestione dei crediti deteriorati degli attori coinvolti e di partecipare alla distribuzione dei proventi, attraverso una *waterfall* prestabilita che generalmente attribuisce priorità elevata alle quote sottoscritte dalle banche cedenti.

Nella prassi, oltre al cedente ed al cessionario, l'operazione può strutturarsi avvalendosi della presenza di ulteriori soggetti, tra cui, a titolo non esaustivo, un soggetto che emette i titoli, diverso dalla società veicolo, un soggetto denominato *Servicer* a cui viene affidata l'attività di recupero mediante appositi contratti di "Servicing", un'agenzia di rating che valuta la solvibilità dei titoli, un *advisor* che effettua la due diligence dell'operazione, una società di revisione che esegue *l'auditing*.

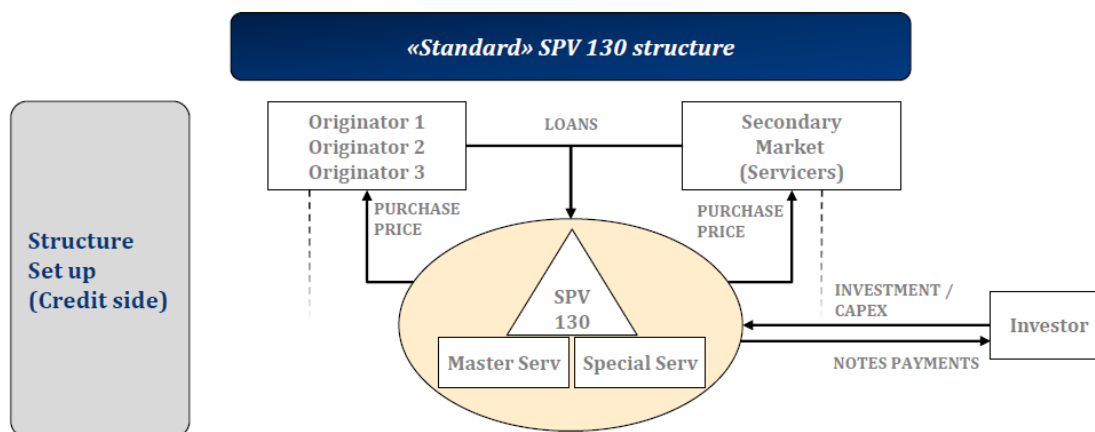
---

<sup>31</sup> C. RUCCELLAI, La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999 n. 130

<sup>32</sup> "Le disposizioni della presente legge si applicano, in quanto compatibili: alle cessioni a fondi comuni di investimento, aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58."

<sup>33</sup> Il valore complessivo netto del fondo

<sup>34</sup> Art.7 comma 2 bis, L. 30 aprile 1999 n. 130



Il fondo d'investimento secondo la normativa secondaria, a cui ho nel paragrafo precedente dato un'interpretazione, può essere il soggetto economico a cui vengono ceduti i crediti. La normativa primaria, però, riconducibile al Testo Unico della Finanza, impone dei requisiti affinché il fondo possa investire in strumenti finanziari con sottostante il credito, a partire dall'art.1<sup>35</sup> che delinea la struttura base del fondo, il quale dev'esser caratterizzato in primo luogo da un patrimonio autonomo suddiviso in quote e dev'essere gestito e istituito da un gestore, riconducibile alla società di gestione del risparmio. All'art. 22<sup>36</sup> il legislatore entra più nello specifico sulla fattispecie relativa alla separazione patrimoniale distinguendo i beni dell'investitore, i quali costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti, da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né quelle dei creditori dell'eventuale depositario o sub-depositario o nell'interesse degli stessi.

Le ragioni per cui il legislatore ha optato per la separazione patrimoniale tra proprietario e gestore sono riconducibili ad una migliore efficienza sul piano economico, alla ricerca di un miglior sviluppo del mercato finanziario e al contrasto dei rischi di confusione derivanti dall'attuazione da parte del gestore di una gamma di programmi di investimento diversificati tra loro. Può osservarsi, inoltre, come la tecnica della separazione patrimoniale possa essere utilizzata o come tecnica al fine di ottenere un diverso regime di responsabilità (come accade, ad esempio nei casi del fondo patrimoniale o della società di capitali con unico socio), oppure come metodo per orientare determinati beni o rapporti giuridici al perseguimento di uno scopo specifico<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> Art.1 comma 1 lett. j), dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>36</sup> Art.22 comma 1, dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>37</sup> Daniele Muritano, la cartolarizzazione dei crediti e i fondi comuni di investimento, in *I patrimoni separati fra tradizione e innovazione* a cura di S. Tondo, Quaderni Cesifin, Torino, 2007.

La disciplina relativa alle società di gestione del risparmio presso la quale i FIA vengono istituiti è inserita tra l'art. 34 e l'art. 42 del TUF. Particolarmente rilevante nell'operatività dei fondi d'investimento, come già precedentemente rilevato, è il regolamento del fondo stesso attraverso il quale ne vengono definite le caratteristiche e il funzionamento; vengono individuati al suo interno, tra le altre cose, il gestore e il depositario, vengono definite le ripartizioni dei compiti tra tali soggetti e vengono regolati i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo<sup>38</sup>.

Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato da Banca d'Italia nel 2015<sup>39</sup>, integra il contenuto del TUF delineando le competenze e i margini di operatività della SGR nella predisposizione del regolamento del fondo che deve disciplinare, per legge, anche alcuni aspetti tecnici specifici tra cui: il profilo di rischio del fondo, i limiti di investimento e di leva finanziaria inclusi i mezzi attraverso i quali il fondo intende generarla, e i limiti al riutilizzo delle garanzie finanziarie ricevute. Sempre all'interno del regolamento dev'essere indicata la tipologia di asset su cui il fondo stesso investe, separando di fatto i fondi mobiliari da quelli immobiliari, dev'essere indicato se riservato ad investitori qualificati o se accessibile ad una più ampia gamma di soggetti e naturalmente se è di tipo aperto o chiuso. Particolarmente rilevante è anche il paragrafo che include, all'interno del regolamento il compenso spettante alla SGR per la gestione e il collocamento dei titoli. In particolare, devono essere specificati i parametri di riferimento per il relativo calcolo, che devono essere facilmente verificabili. Per il calcolo del compenso della SGR si fa riferimento al valore complessivo netto del fondo. In merito ai FIA chiusi il regolamento deve indicare il parametro di riferimento per il calcolo del compenso che spetta alla SGR. Non è comunque consentito che il compenso annuo della SGR o del depositario sia commisurato, per i beni non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ad un valore maggiore del loro costo. Inoltre, se contemplato da regolamento, può essere previsto un compenso legato al rendimento realizzato dalle quote del fondo che non potrà comunque essere maggiore di un certo limite superiore definito "*fee cap*".

La tipologia dei fondi che verranno analizzati nel proseguo dello studio sono appunto fondi che hanno ad oggetto la gestione e valorizzazione dei crediti, i FIA che più di tutti si adattano a questo tipo di investimenti, per natura ad alta rischiosità, sono fondi mobiliari chiusi e riservati.

---

<sup>38</sup> Art.37, dec. Leg. n.58, 24/02/1998

<sup>39</sup> Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, titolo V, cap.1, sez.2

I Fondi d'investimento alternativi (FIA) riservati sono prodotti tipicamente destinati alla clientela upper-affluent e private, altamente patrimonializzata e in grado di sopportare il rischio legato a impieghi illiquidi nei mercati non quotati, con la prospettiva di rendimenti decorrelati e, potenzialmente, anche molto consistenti nel medio-lungo termine<sup>40</sup>.

Il regolamento del fondo, per questa specifica tipologia di FIA deve definire le modalità di sottoscrizione delle quote da parte degli investitori e nel dettaglio indicare:

- la decorrenza e la durata del periodo di sottoscrizione della prima emissione e, ove possibile, di quelle successive nonché le modalità e i termini entro i quali devono essere effettuati i versamenti relativi alle quote sottoscritte (richiamo degli impegni). Non si può dar luogo a nuove emissioni prima che sia stato effettuato il richiamo di tutti gli impegni relativi a emissioni precedenti;
- l'eventuale ammontare minimo di ogni singola sottoscrizione;
- quali mezzi di pagamento possono essere utilizzati per il versamento degli impegni;
- l'eventuale ammontare minimo che si intende raccogliere, al di sotto del quale il fondo non viene costituito e le modalità di restituzione ai sottoscrittori dei versamenti eventualmente raccolti;
- l'obiettivo di raccolta e, nel caso in cui le sottoscrizioni siano rispettivamente inferiori o superiori a tale obiettivo, le modalità per il ridimensionamento o per l'aumento del patrimonio ovvero per procedere al riparto tra i sottoscrittori.

Un'ulteriore punto da esaminare è la determinazione del perimetro d'azione in cui può muoversi il FIA nell'adempimento delle proprie mansioni. Questo punto specifico è esplicitato nella legge 130/1999, nello specifico all'art. 2 comma 3 lett. e), che disciplina l'offerta di titoli o quote a investitori istituzionali. La fattispecie è molto comune nell'ambito della cartolarizzazione dei crediti e acquisisce un ruolo rilevante il prospetto informativo fornito agli investitori che deve riportare, tra le altre cose, *“le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli”*.

Il testo dell'articolo è chiaro e la risonanza che incorpora funge da spunto per rilevare un aumento del perimetro d'azione del fondo, includendo tra le altre cose operazioni straordinarie di rifinanziamento e operazioni di investimento in equity. A tal proposito è opportuno citare l'art. 7.1 comma 3 della legge 130 che integra la normativa chiarendo che il

---

<sup>40</sup>Tratto dall'associazione del risparmio gestito



FIA, nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario concordati con la controparte debitrice ovvero in attuazione di accordi o procedure di risanamento o ristrutturazione, può acquisire o sottoscrivere azioni, quote e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto. Tale articolo amplia decisamente le possibilità d'investimento del fondo e apre ad ulteriori temi, tra i quali come valutare gli asset acquisiti.

Un aspetto essenziale nell'inquadramento degli elementi normativi dei FIA riservati è la definizione di criteri e modalità per valutare gli asset in cui è investito il patrimonio del fondo. A tal proposito a supporto dello studio interviene il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio<sup>41</sup> che riconduce le finalità della valutazione dei beni all'espressione corretta e trasparente della situazione patrimoniale. A tal fine, la SGR, gestrice del fondo, si deve dotare di politiche, procedure, strumenti informativi, strumenti di controllo, risorse tecniche e professionali che, in relazione alla tipologia di asset nei quali è investito il patrimonio del fondo e alla complessità del contesto operativo, assicurino costantemente una rappresentazione fedele e corretta del patrimonio del fondo a salvaguardia degli interessi degli investitori.

Ancora il Regolamento di Banca d'Italia impone che la valutazione del patrimonio di ciascun comparto in cui è eventualmente ripartito un fondo comune dev'essere effettuata autonomamente e separatamente rispetto a quella relativa agli altri comparti del medesimo fondo. Particolare attenzione è posta nel valutare quando, anche in assenza di apposite disposizioni emanate in tal senso dalla Banca d'Italia, sia opportuno avvalersi di esperti indipendenti, (per esempio professori universitari) per definire procedure e tecniche di valutazione appropriate nonché per esprimere giudizi di congruità sulla valutazione di determinate tipologie di beni. È opportuno ricordare che il supporto di soggetti esterni indipendenti va ad integrare una struttura compartimentale della società di gestione del risparmio improntata verso un approccio prudenziale nella scelta e nella valutazione degli investimenti da intraprendere.

Sempre il Regolamento cui sopra specifica che i crediti acquistati ai sensi della Legge n.130/99, devono essere valutati secondo il valore di presumibile realizzo. Quest'ultimo è calcolato, tenendo anche conto delle quotazioni di mercato, ove esistenti e delle caratteristiche dei crediti. Tali aspetti riconducibili ad una sfera più qualitativa, sicuramente

---

<sup>41</sup> Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, titolo V sezione 2

di importanza primaria nel contesto di sviluppo di un fondo d'investimento con focus sui crediti, verranno affrontati con dettaglio nel proseguo dello studio ma in questa sede ne evidenzierò alcune caratteristiche che vengono disciplinate direttamente dalla legge e delimitano l'operatività e la libertà d'azione della società gestrice del fondo.

In particolare, nel calcolo del presumibile valore di realizzo degli asset, possono essere considerati gli andamenti economici negativi o positivi relativi a particolari settori di operatività nonché a determinate aree geografiche. Determinante è il tema delle svalutazioni o rivalutazioni che, secondo il legislatore, derivando da stime sull'andamento di mercato possono essere apportate anche in maniera forfettaria<sup>42</sup>.

Particolare attenzione va posta a quei fondi che sopportano il rischio di cambio consentendo l'investimento anche in valute diverse da quella nazionale; in questo caso la disciplina impone che le poste denominate in valute diverse da quella di denominazione del fondo debbano essere convertite in quest'ultima sulla base dei tassi di cambio correnti alla data di riferimento della valutazione.

Il valore degli asset valutati e inclusi nel fondo partecipa alla composizione del valore complessivo del fondo che è determinato, secondo la normativa<sup>43</sup>, dalla differenza tra le attività e le passività valutate con cadenza predefinita da regolamento del fondo e deve coincidere con il prodotto tra il valore unitario delle quote e il numero totale di quote in circolazione alla data di valutazione. Ritengo opportuno ricordare che per tutta la durata del fondo i criteri di valutazione degli asset devono rimanere coerenti per poter garantire una corretta rappresentazione dello strumento e per permettere un'equa ripartizione delle quote del fondo fra le banche stesse.

In Italia questo tipo di strumento è stato spesso sottovalutato e utilizzato ai minimi delle sue potenzialità. Venivano ceduti crediti, per la maggioranza sofferenze, che avevano un'unica ipotesi per il loro adempimento, cioè la liquidazione; era uno strumento per alleggerire i bilanci bancari e permettere alle banche di continuare con l'operatività.

---

<sup>42</sup> Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, art 2.6 titolo V, sezione 2

<sup>43</sup> Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, art 1.4 titolo V, sezione 2

Solo dopo diversi interventi legislativi<sup>44</sup>, che hanno reso conveniente l'esercizio delle cartolarizzazioni anche per mere "Inadempienze Probabili"<sup>45</sup>, il meccanismo ha iniziato a operare nella maniera corretta sfruttando in modo più efficiente la sensibilità legislativa.

In particolare, mi riferisco alla riforma operata dall'art. 60 *sexies* del D.L. 24 aprile 2017 n. 50, poi convertito in Legge 21 giugno 2017, n. 96, il quale ha introdotto nella L. 30 aprile 1999, n. 30 il nuovo art. 7.1, rubricato "*cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari*". La disposizione si applica alle cessioni da parte di banche o intermediari finanziari aventi sede in Italia di crediti "qualificati come deteriorati in base alle disposizioni dell'autorità competente"<sup>46</sup>. Come accennato in precedenza, il nuovo art. 7.1 ha il preciso scopo di "piegare la cartolarizzazione a soluzioni e finalità diverse ed ulteriori rispetto alla tradizionale tecnica finanziaria (c.d. *securitization*) che si realizza con la dismissione di un portafoglio di crediti in funzione del loro recupero"<sup>47</sup> permettendo una gestione dei crediti deteriorati non più in un'ottica meramente recuperatoria (ideale per gli NPL "puri"), bensì dinamica (gestione proattiva delle posizioni qualificabili come UTP).

In questo senso, al comma 2, l'art. 7.1. consente alla SPV di concedere "*finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto*", prevedendo che la gestione degli stessi sia affidata ad una banca oppure ad un intermediario finanziario<sup>48</sup>. Tale comma riprende l'art. 1 comma 3 della stessa legge, introdotto dalla riforma del 2014, e tuttavia deve essere inteso nel senso che le società veicolo sono autorizzate a concedere ai debitori "nuova finanza" in un momento di difficoltà temporanea. A conferma di questa lettura, interviene il comma 3 dell'art. 7.1, il quale prevede che nell'ambito di piani di risanamento o di ristrutturazione concordati con il cedente, "*le società di cartolarizzazione possono acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti oggetto di cessione e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto*". Nel

---

<sup>44</sup> La Legge 30 aprile 1999 n. 130 ha subito vari interventi modellatori; dei più recenti si ricordano il D.M. 14 dicembre 2006, n. 310 e le Disposizioni di Vigilanza del 17.5.2007 con cui è stata modificata la disciplina dei "*cover bond*" previsti dagli art. 7- *bis* e *ter*, introdotti dall'art. 2 comma 4-*ter* del D.L. 14 marzo 2005, n. 35 (convertito in L. 14 maggio 2005, n. 80). Successivamente, con il D.L. 91/2014 viene introdotto l'art. 1, comma 1-*ter*, che permette alle società di cartolarizzazione di concedere finanziamenti entro certe condizioni, nell'ottica di ampliare le fonti di finanziamento del sistema economico, onde far fronte al problema del *credit crunch*.

<sup>45</sup> Il capitolo due si dedicherà ampiamente all'analisi della particolare categoria di credito.

<sup>46</sup> Si rinvia, dunque, al par. 2 per la definizione di credito deteriorato, ritenendo che le conclusioni ivi raggiunte debbano ispirare la determinazione del perimetro applicativo dell'articolo in commento

<sup>47</sup> Cfr. G. Gallo, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, cit., 8

<sup>48</sup> Art.7.1 comma 7, L. 30 aprile 1999 n. 130

caso in cui le società di cartolarizzazione provvedano, ai sensi di questa disposizione, ad una operazione di *debt to equity swap*<sup>49</sup>, la gestione è affidata “*ad un soggetto di adeguata competenza e dotato delle necessarie abilitazioni o autorizzazioni (...), cui sono conferiti, nell’interesse dei portatori dei titoli, compiti di gestione o amministrazione e potere di rappresentanza*”. Per tutelare le prerogative dei “prenditori dei titoli”, nonché per salvaguardare gli effetti tipici della separazione patrimoniale, il legislatore ha escluso l’applicazione degli artt. 2467 e 2497-*quater* c.c., relativi alle regole di postergazione dei crediti dei soci ed ha specificato che “*le somme in qualsiasi modo riveniente da tali azioni, quote e altri titoli o strumenti partecipativi sono assimilate, agli effetti della presente legge, ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell’operazione*”. Al comma 4, la norma prevede, inoltre, la possibilità di costituire una società veicolo nelle forme di società di capitali, “*avente come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell’interesse esclusivo dell’operazione di cartolarizzazione, i beni immobili e mobili registrati, nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti*”. Un’ulteriore rilevante deroga introdotta dalla riforma del 2017 è contenuta nel comma 6 dell’art. 7.1. In deroga dall’art 4 della L. 130/1999, la norma prevede che gli effetti liberatori e circolatori delle garanzie di cui all’art. 1264 c.c. si realizzino, nel caso di cessione di crediti deteriorati, dalla data di pubblicazione della notizia dell’avvenuta cessione nella Gazzetta Ufficiale. L’avviso di avvenuta cessione deve contenere, ai sensi del comma 6 in oggetto, le indicazioni del cedente, del cessionario, della data di cessione, “*delle informazioni orientative sulla tipologia dei rapporti da cui i crediti ceduti derivano e sul periodo in cui tali rapporti sono sorti o sorgeranno*”. Emerge che la società veicolo viene esonerata dagli obblighi di monitoraggio successivo sui debitori ceduti, posto che l’unico onere ricadente sulla società di cartolarizzazione per effetto del comma 6 è quello della pubblicazione sul sito internet del cedente e del cessionario oltre che dei dati indicativi dei crediti ceduti fino all’estinzione degli stessi, con l’obbligo di dare riscontro alle eventuali richieste dei debitori circa l’avvenuta cessione.

Riassumendo quanto sopra, sembra innegabile che, sulla base anche delle novità ora rammentate, le operazioni di cartolarizzazioni siano divenute uno strumento funzionale non

---

<sup>49</sup> riorganizzazione di capitale in cui i creditori scambiano o convertono una porzione dell’indebitamento di una società per una o più classi del suo capitale sociale o azionario

solo per gli “NPL” (o più correttamente per la cessione di crediti escutibili in un’ottica puramente liquidatoria), ma anche per gli “UTP” più propriamente detti.

### ***Una disciplina in evoluzione***

A livello regolamentare permangono delle problematiche, che si estendono ad aspetti operativi, strettamente connaturate alla tipologia (e varietà) dei crediti di cui si tratta. In particolare, estremamente delicato sarà il momento della valorizzazione del credito (o dei crediti) ai fini della cessione. Mentre infatti per le cessioni “*single name*” si tratterà di operazioni con maggior impatto in cui il più alto margine di guadagno legittimerà una *Due Diligence* preventiva che permetterà di valutare *ex ante* non solo il livello delle garanzie eventualmente esistenti, ma la rimodulabilità del credito, i possibili innesti di liquidità e la potenziale ristrutturazione del modello aziendale. Ciò non sarà possibile (o più esattamente, risulterà oltremodo difficile) nel caso di cessione di portafogli caratterizzati da un numero elevato di crediti di piccolo taglio. Vi è dunque il rischio che questi vengano valorizzati al ribasso sulla base delle garanzie eventualmente concesse, se del caso utilizzando camere di compensazione che tengano conto del più elevato livello di solvibilità.

Alternativamente e ragionevolmente si può altresì ipotizzare che, almeno in un più lungo periodo, le stesse banche o i *Servicers* riescano nel tempo, affiancati da professionisti, a formare dei raggruppamenti di crediti (“*clusters*”), sulla base delle differenze e similitudini prima ricordate, che permettano, statisticamente e nei grandi numeri, una valorizzazione realistica del portafoglio.

Tra le principali ragioni che spingeranno le banche ad una cessione dei propri portafogli di crediti “UTP” si trova principalmente la necessità di procedere ad una loro progressiva svalutazione secondo i parametri del “*Calendar Provisioning*”. È innegabile, tuttavia, che la cessione avrà per le banche un costo non indifferente, perché i soggetti cessionari valuteranno i portafogli da acquistare sulla base di un calcolo che tiene conto non solo della probabilità del recupero e del tempo eventualmente necessario per effettuarlo ma soprattutto del costo del denaro impiegato per l’acquisto. Quest’ultimo punto risalta la convenienza per gli istituti di credito di cedere i portafogli di crediti non a fronte di un corrispettivo in denaro, bensì in cambio di quote di partecipazione emesse dagli stessi fondi cessionari. Questo tipo di operazione permette alle banche cedenti di ottenere un duplice risultato; da un lato ottengono il deconsolidamento del portafoglio a ragione della separazione del patrimonio del

fondo con quello della banca, dall'altro percepiscono un rendimento derivante dalle performance del fondo.

Nel corso degli anni si è discusso ampiamente in merito alla coerenza normativa tra operazioni quali la cessione di crediti a fronte di emissioni di quote e la derecognition in accordo con i principi di IFRS 9<sup>50</sup>. La prassi ha originato dei modelli di cessione a fondi perfettamente idonei, secondo Banca d'Italia, Consob ed Ivass, a determinare una “*derecognition*” dei crediti dai bilanci delle banche cedenti. Tali modelli hanno come vantaggio principale, nei confronti delle cessioni “*single name*” ovvero delle operazioni di cartolarizzazioni, di non scontare il prezzo del denaro che gli acquirenti dei crediti si aspettano di lucrare, quanto piuttosto il solo costo di gestione del fondo. Salvo che, per poter provvedere a un deconsolidamento sia anche necessario che sussista una reale separazione, in termini gestori, tra cedente e SGR. Si dovranno quindi formare nel tempo gestori effettivamente capaci di operare proattivamente sul credito e non anche (solamente) di procedere ad una liquidazione degli eventuali beni in garanzia.

Si immagina, al proposito, non soltanto l'insorgere di una efficienza puramente amministrativa del fondo, già esistente e collaudata, quanto proprio di competenze specializzate (con il supporto di tecnici legali, economici, finanziari, *etc.*) che permettano di assicurare ai singoli “UTP”, ovvero ai “*cluster*” come sopra indicati, una gestione specialistica ma anche individualizzata. Per questa ragione, vista anche la tipologia di crediti, è impensabile scindere la gestione del fondo dal diritto fallimentare e da tutte le procedure concorsuali, di cui si discuterà in maniera esaustiva nel proseguo dell'elaborato, che garantiscono il rimborso del credito. Inoltre, è interessante e affascinante la fattispecie in cui crediti a favore di diverse banche vantati nei confronti dello stesso soggetto vengano ceduti ad un fondo. La casistica presentata, a parte essere particolarmente comune, è altamente vantaggiosa per avviare politiche di risanamento d'impresa.

---

<sup>50</sup>Def da IFRS Foundation 2021: “IFRS 9 is effective for annual periods beginning on or after 1 January 2018 with early application permitted. IFRS 9 specifies how an entity should classify and measure financial assets, financial liabilities, and some contracts to buy or sell non-financial items. IFRS 9 requires an entity to recognise a financial asset or a financial liability in its statement of financial position when it becomes party to the contractual provisions of the instrument. At initial recognition, an entity measures a financial asset or a financial liability at its fair value plus or minus, in the case of a financial asset or a financial liability not at fair value through profit or loss, transaction costs that are directly attributable to the acquisition or issue of the financial asset or the financial liability.”

Innanzitutto, la cessione da parte di più istituti della stessa esposizione concentra la larga maggioranza dell'esposizione in capo a un unico soggetto e questo genera una forte semplificazione del processo di rinegoziazione del credito attribuendo al soggetto in questione un forte potere negoziale nella predisposizione del percorso di risanamento e sveltisce notevolmente l'*iter* decisionale ed approvativo.

Inoltre, la cessione delle esposizioni ad un investitore professionale comporta il vantaggio di sostituire alle banche un soggetto che può erogare nuova finanza senza dover procedere ad accantonamenti<sup>51</sup>, non deve sottostare ai vincoli della legge bancaria e può esercitare un ruolo attivo oltre, eventualmente, assumere il controllo della società.

### ***I vantaggi derivanti dall'applicazione della legge 130/99***

Sulla possibilità di applicare il medesimo regime normativo previsto dalla legge 130/99 per le cartolarizzazioni realizzate mediante una società di cartolarizzazione di cui all'art. 3 legge 130/99 alle operazioni realizzate mediante fondo comune di investimento di crediti ne ho dato ampia descrizione nei precedenti paragrafi. In questo paragrafo ne evidenzierò i vantaggi principali:

Al riguardo, le principali agevolazioni derivanti dall'utilizzo della legge 130/99 che possono trovare applicazione (sia per rinvio espresso, sia per valutazione di compatibilità) nel contesto della nascita di un FIA che investe in crediti UTP e che vengono in rilievo sono le seguenti:

- ✓ modalità ed efficacia delle cessioni di crediti oggetto di cartolarizzazione: estensione alle operazioni di cartolarizzazione mediante fondi di cartolarizzazione delle agevolazioni pubblicitarie della cessione, sia con riferimento alle cessioni "in blocco" per effetto del richiamo alle modalità di cui all'art. 58 TUB, sia, con esclusivo riferimento a operazioni aventi a oggetto cessioni di crediti deteriorati, delle formalità semplificate previste dall'art. 7.1, comma 6 della legge 130/99;
- ✓ possibilità di coinvolgere un fronting lender per la cessione degli impegni di erogazione in essere (ex articolo 4, comma 4-ter, della legge 130/99): estensione della possibilità, in ipotesi di cessione di crediti classificati come deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari iscritti nell'apposito albo di cui all'art. 106 del TUB, di trasferire gli "impegni o la facoltà di erogazione", derivanti dal contratto di apertura

---

<sup>51</sup> In accordo con l'art. 7.1 Legge 30 aprile 1999 n. 130

di credito originariamente stipulato, ad altra banca o intermediario finanziario. La norma consente, quindi, la scissione del rapporto di credito scaduto, che viene trasferito allo SPV nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione, da quello non ancora maturato, ceduto ad altra banca o intermediario;

- ✓ esenzione dalla revocatoria fallimentare dei pagamenti effettuati dal debitore e riduzione dei termini previsti dalla legge fallimentare per la revocatoria degli atti compiuti dalla Banca e/o dallo SPV: estensione delle agevolazioni in materia di revocatoria (i) sia in caso di fallimento del debitore ceduto, disponendo espressamente che non sia possibile proporre un'azione revocatoria per far rientrare nella massa dell'attivo su cui potranno soddisfarsi i creditori quanto già pagato in favore dello SPV, a prescindere dalla conoscenza che quest'ultimo aveva della situazione di crisi del debitore, (ii) sia in caso di dichiarazione di fallimento (o di assoggettamento ad analogo procedura di insolvenza) che colpisca il cedente, disponendo una riduzione dei termini previsti dall'art. 67 della legge fallimentare, rispettivamente a 6 mesi e 3 mesi;
- ✓ possibilità di costituire una *ReoCo* e/o *LeaseCo* ai sensi dell'articolo 7.1 della legge 130/99: estensione anche a operazioni di cartolarizzazione mediante un fondo di cartolarizzazione della possibilità di costituire delle apposite società di capitali aventi la funzione di acquisire, gestire e valorizzare i beni immobili, mobili registrati e altri beni e diritti posti a garanzia dei Crediti e, in particolare, della normativa di favore applicabile a tali società (i.e. separazione patrimoniale dei beni, somme e diritti rinvenienti dalla gestione degli asset, nonché agevolazioni di carattere fiscale); inoltre, si segnala che tra i beni e i rapporti trasferibili (anche non in blocco) ai sensi dell'art. 58 del TUB nei confronti di una o più *ReoCo* figurano anche “i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti”.

Per completezza, è opportuno sottolineare come il regime normativo di favore previsto nella legge 130/99 sopra sintetizzato trovi applicazione per tutte le operazioni di cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari (esistenti e/o futuri) effettuate in conformità alle condizioni previste dalla legge 130/99.



## **CAPITOLO 2**

### ***IL CREDITO DETERIORATO CON FOCUS SULL'UTP***

#### ***Premessa***

Negli ultimi due decenni le Autorità di Vigilanza europee e nazionali hanno focalizzato le loro attenzioni su aspetti puramente legati alla rischiosità delle istituzioni finanziarie per far fronte a processi quali l'incremento dell'internazionalizzazione e l'aumento dei volumi interscambiati nei mercati finanziari che, insieme agli eventi macroeconomici, hanno mostrato effetti sistemici sulle istituzioni finanziarie.

Il concetto di solidità patrimoniale delle istituzioni finanziarie è diventato tema rilevante per i *decision makers* internazionali e per gli enti regolatori di ogni economia mondiale, in particolare la nozione di “rischio di credito” è stata rimodulata attraverso innovazioni regolatorie volte allo sviluppo di una nuova cultura del rischio e all'individuazione di *best practices* per la gestione del credito e del suo ciclo di vita.

Nonostante i rilevanti passi in avanti fatti dalla disciplina, analizzando l'ecosistema del credito nella sua dimensione complessiva incorporando quindi tutti i soggetti facenti parte del processo, gli interventi da perseguire sono ancora molto numerosi. L'implementazione di un sistema che dà importanza all'educazione finanziaria, non solo dei debitori prospect ma anche degli operatori bancari e finanziari, dev'essere uno dei principali driver al fine di accrescere la capacità valutativa della sostenibilità dei debiti che si va ad assumere/a far assumere anche in fase di rinegoziazione.

Parimenti necessaria, a fronte degli studi sull'effettiva capacità di effettuare scelte razionali da parte di risparmiatori e consumatori, è l'introduzione di regole stringenti e controlli accurati riguardo alla condotta di banche e finanziarie nella fase della istruttoria del credito (anche in sede di rinegoziazione). In tale contesto, è da incentivare fortemente l'utilizzo sia da parte sia degli operatori che dei supervisori di nuove tecnologie (*big data e artificial intelligence*) che abilitano ad una puntuale verifica del merito creditizio e del suo mantenimento in maniera standard e con significativa precisione.

A livello europeo quello che ci si aspettava da un punto di vista regolamentare era di garantire una maggiore elasticità attraverso soluzioni più efficaci rispetto alla mera spoliazione dei beni dei debitori mediante procedure esecutive e aste giudiziarie, tale aspettativa deriva anche dalla

aleatorietà della condizione economica mondiale a seguito delle crisi originate dalla pandemia e dallo scenario di guerra in corso.

Ad allarmare gli operatori e contrariamente a quanto generalmente auspicato, è il *Calendar provisioning* che EBA e la Banca Centrale Europea hanno deciso di mantenere invariato, costringendo così le banche alla progressiva automatica svalutazione dei crediti deteriorati fino al 100% in tre anni, trattando in maniera simile NPL e UTP, di cui a breve evidenzierò le principali differenze. Ad irrigidire ancora di più il sistema creditizio è stata l'entrata in vigore dal 1° gennaio 2021 delle nuove definizioni di debitori in default, con l'automatica classificazione come tali a seguito di ritardi dei pagamenti da oltre 90 giorni consecutivi con soglie di soli 100 euro per le persone fisiche e di 500 per le imprese. Al contempo, tuttavia, risulta oggi davvero improrogabile affrontare la questione della gestione delle sofferenze bancarie (NPL) e delle inadempienze probabili (UTP) con una visione differente e più ampia di quella dominante, volta unicamente a consentire alle banche, tramite processi di dismissione degli attivi non performanti, di assolvere agli stringenti requisiti patrimoniali che sono loro imposti.

È la stessa Commissione Europea a fornire importanti segnali di avvicinamento a questa rinnovata prospettiva di gestione delle sofferenze bancarie, in particolare nella recente Comunicazione denominata *Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic* del 16 dicembre 2020, si rappresentano in più passaggi attraverso una visione prospettica del fenomeno, le azioni dei policy maker che devono essere orientate congiuntamente a garantire un adeguato bilanciamento tra l'obiettivo dell'eliminazione dei crediti deteriorati dai bilanci, rispettando le scadenze del *Calendar Provisioning* e l'ulteriore finalità di assicurare, anche per mezzo di interventi proattivi dello stesso ceto bancario, una protezione degli interessi del debitore<sup>52</sup>. In questa segnata direzione, il primo step individuato dal documento è costituito dalla rapida implementazione della disciplina di cui alla proposta di direttiva della stessa Commissione «relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali»<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> si veda ad esempio il seguente passaggio a p. 2: «The Commission believes that an effective strategy should focus on a mix of complementary policy actions in order to: (i) further develop secondary markets for distressed assets, which would allow NPLs to be moved off the banks' balance sheets while ensuring adequate protection for debtors; and (ii) reform the insolvency and debt recovery frameworks, ensuring an appropriate balance of interests between creditors and debtors. [...] Lastly, banks should be incentivised as much as possible to apply a proactive approach to engage with their debtors early and constructively»

<sup>53</sup> COM (2018) 135 final – 2018/0063 (COD).

Per poter esaminare il fenomeno del credito, dalla sua evoluzione ai futuri risvolti, è essenziale ripartire dal momento in cui ha iniziato a prender vita un unico meccanismo europeo che, in maniera coerente con i rispettivi limiti nazionali, regolamentasse l'istituto in prospettiva di una visione di unione bancaria.

Il primo punto di congiunzione tra banche, a livello internazionale, è stato l'introduzione del requisito patrimoniale minimo basato sui coefficienti di ponderazione degli attivi sulla base della loro rischiosità (c.d. Basilea I). Successivamente, il Secondo Trattato di Basilea<sup>54</sup> ha obbligato gli istituti a vincolare la loro operatività in base all'andamento di determinati indicatori patrimoniali, introducendo rafforzamenti normativi in tema di rischiosità del credito e implementando indicatori come il "rating" del credito per stimare le probabilità di default.

I suddetti interventi, elencati in maniera non esaustiva, hanno avuto finalità mirate al costante ed attento monitoraggio circa l'andamento dei finanziamenti accordati al fine di verificare lo stato di salute del credito, l'eventuale rischio di mancato rimborso e la corretta valutazione dell'ammontare degli accantonamenti.

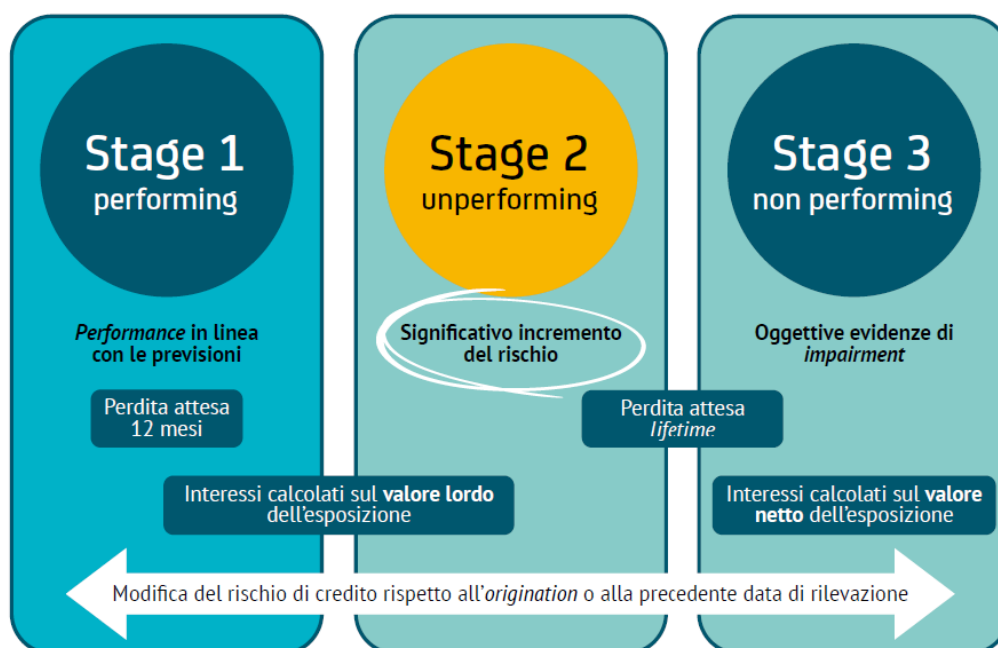
In tale contesto, quelle posizioni in default per le quali i creditori, tipicamente aziende già in difficoltà e con scarse probabilità di recupero, risultano inadempienti, sono state definite "Non Performing Loans". Nonostante già Basilea II incentivasse all'analisi più accurata della stabilità economica dei debitori, la crisi dei mutui subprime del 2008, avvenuta subito dopo l'entrata in vigore dell'accordo stesso, ha evidenziato che questo non era sufficiente per gestire e circoscrivere il fenomeno del credito deteriorato. Da qui l'esigenza delle Autorità di Vigilanza di rendere ancora più stringenti le norme proposte con i precedenti due accordi del rischio di credito che sfociò nel 2013 con l'emanazione del trattato di Basilea III, che, nel tentare di rafforzare alcuni elementi patrimoniali già delineati dai precedenti accordi, superava il concetto di NPL giungendo ad una più ampia definizione di credito deteriorato parlando di "Non Performing Exposures" (NPE),

### ***Il punto di giunzione tra Europa e Italia***

---

<sup>54</sup>Trattato di Basilea II: approvato nel 2004 ed entrato in vigore nel 2008

L'entrata in vigore dell'IFRS 9 ha introdotto nuove metodologie per la valutazione dei crediti attraverso un approccio basato sulle perdite attese (*expected credit loss - ECL*) che clusterizza i crediti in tre diversi stadi.



Tale classificazione avviene in un momento successivo all'analisi del merito creditizio ma dipende direttamente da essa. Le esposizioni sono classificate in uno dei 3 stadi (stage) a seconda dello scostamento in termini di probabilità di non adempiere alle proprie obbligazioni rispetto alla fase iniziale di valutazione. Nel dettaglio tali stage sono:

- Stage 1: rientrano le esposizioni che non hanno manifestato un aumento significativo del rischio di credito dal momento della rilevazione iniziale. Per questa categoria il Principio impone l'utilizzo di modellazioni di calcolo della perdita attesa su un orizzonte temporale di 12 mesi;
- Stage 2: rientrano le esposizioni che hanno manifestato un aumento significativo del rischio di credito dal momento della rilevazione iniziale, ma che non hanno evidenze oggettive di riduzione di valore. L'ente creditizio in questo caso deve valutare il fondo a copertura perdite relativo allo strumento finanziario a un importo pari alle perdite attese lungo tutta la vita del credito;
- Stage 3: Esposizioni con oggettiva evidenza di perdita alla data di riferimento del bilancio (*non performing*), censiti secondo le procedure di riconoscimento dei crediti deteriorati. Per questa tipologia di crediti si effettua la svalutazione analitica fino a scadenza (*lifetime*).

Le esposizioni classificate nello *stage 3* sono oggetto delle disposizioni contenute nelle Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL) pubblicate dalla Banca Centrale Europea nel mese di marzo 2017.

CLASSIFICAZIONE		DESCRIZIONE	
Non Performing o Deteriorati	Sofferenze	Complesso di esposizioni nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertata giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, ivi comprese quelle che presentano una o più linee di credito che soddisfano la definizione di “Esposizioni oggetto di concessione deteriorate” (Non Performing Exposures with forbearance measures).	
	Inadempienze Probabili	Complesso delle esposizioni per le quali la Banca valuta improbabile che, senza il ricorso ad azioni quali l’escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle proprie obbligazioni; vi rientrano anche le inadempienze probabili che presentano una o più linee di credito che soddisfano la definizione di “Esposizioni oggetto di concessione deteriorate” (Non Performing Exposures with forbearance measures).	
	Scadute e/o sconfinanti deteriorate	Scaduti/Sconfinanti deteriorati (insoluti > 90 giorni sopra soglia), ivi compresi quelli che presentano una o più linee di credito che soddisfano la definizione di “Esposizioni oggetto di concessione deteriorate” (Non Performing Exposures with forbearance measures).	
Performing o In Bonis	Performing Stage 2	Bonis sotto osservazione/ watchlist	Esposizioni classificate come bonis, ma sottoposte a regime di osservazione tramite watchlist a fronte di evidenze individuali di criticità
		Bonis con scaduti >30g	Esposizioni in bonis ma con la presenza di scaduti impagati da più di 30 giorni consecutivi del valore
		Bonis oggetto di concessione	Esposizioni in bonis oggetto di concessioni o misure di tolleranza [Performing Forborne]
	Performing Stage 2	Bonis con downgrade del rating	Esposizioni classificate come bonis, ma che hanno avuto rispetto alla loro origine un peggioramento significativo del merito creditizio tramite deterioramento del rating interno
	Performing Stage 1	Esposizioni senza elementi di aumentato rischio	

L’Autorità Bancaria Europea, anche a seguito della pubblicazione dell’EBA del “*Final Draft Implementing Technical Standards On Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013*”, ha intrapreso un percorso di riforme normative durato diversi anni e sfociato in una nuova definizione di NPE.

Le Non-Performing Exposures (NPE) sono esposizioni creditizie deteriorate che si suddividono a loro volta in:

- “Past Due”: esposizioni per cassa e “fuori bilancio” che alla data di riferimento della segnalazione sono scadute o sconfinanti da oltre 90 giorni;
- “Unlikely To Pay” - UTP: esposizioni per cassa e “fuori bilancio” per le quali l’istituto finanziario ritiene improbabile che il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle proprie obbligazioni creditizie senza il ricorso all’escussione delle garanzie;
- “Non-Performing Loans” - NPL: esposizioni per cassa e “fuori bilancio” nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche se non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili.

Allo scopo di allinearsi alle nuove definizioni di credito deteriorato derivanti dall'attuazione della normativa europea, Banca d'Italia ha recepito una nuova ed innovativa definizione armonizzata con i criteri emanati dall'EBA<sup>55</sup>. Nel dettaglio, l'aggiornamento 2015 della Circolare n. 272 / 2008 riporta le tre vigenti sottocategorie di crediti deteriorati:

- le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate
- le inadempienze probabili
- le sofferenze

Al fine di continuare ad avere un'unica definizione di “attività finanziarie deteriorate” (sia a livello individuale che consolidato e applicabile al complesso degli intermediari vigilati), Banca d'Italia ha deciso di estendere le nuove nozioni di NPE e Forbearance che saranno utilizzati anche per le segnalazioni individuali di banche e SIM a tutti gli altri intermediari finanziari.

### ***L'imprevedibilità del credito Unlikely to Pay***

Mentre per gli NPL e per le posizioni scadute è possibile far riferimento ad una disciplina ben circoscritta, rispettivamente uno stato di default e una scadenza superiore ai 90 giorni, per gli UTP non esiste una definizione precisamente formalizzata e dei criteri oggettivi che permettano l'identificazione a prescindere dalla situazione di fatto. Dunque, a fronte della carenza normativa in termini di standard qualitativi e di innumerevoli situazioni che secondo le raccomandazioni degli organi di vigilanza sono considerati segnali di un potenziale stato di insolvenza o di probabile insolvenza da parte dell'apparato di risk management dell'istituto bancario, una precisa analisi e un'approfondita conoscenza della materia risultano fondamentali a fronte dell'insorgere di innumerevoli situazioni categorizzabili come UTP.

Un ruolo centrale nella disciplina così com'è impostata è assunto dagli istituti di credito che hanno un nuovo compito che può essere considerato quasi aziendalistico, cioè devono svolgere la loro attività di gestione del credito monitorando costantemente situazioni al limite cercando di far uscire tali aziende dallo stato di UTP ed evitando di renderle classificabili come NPL.

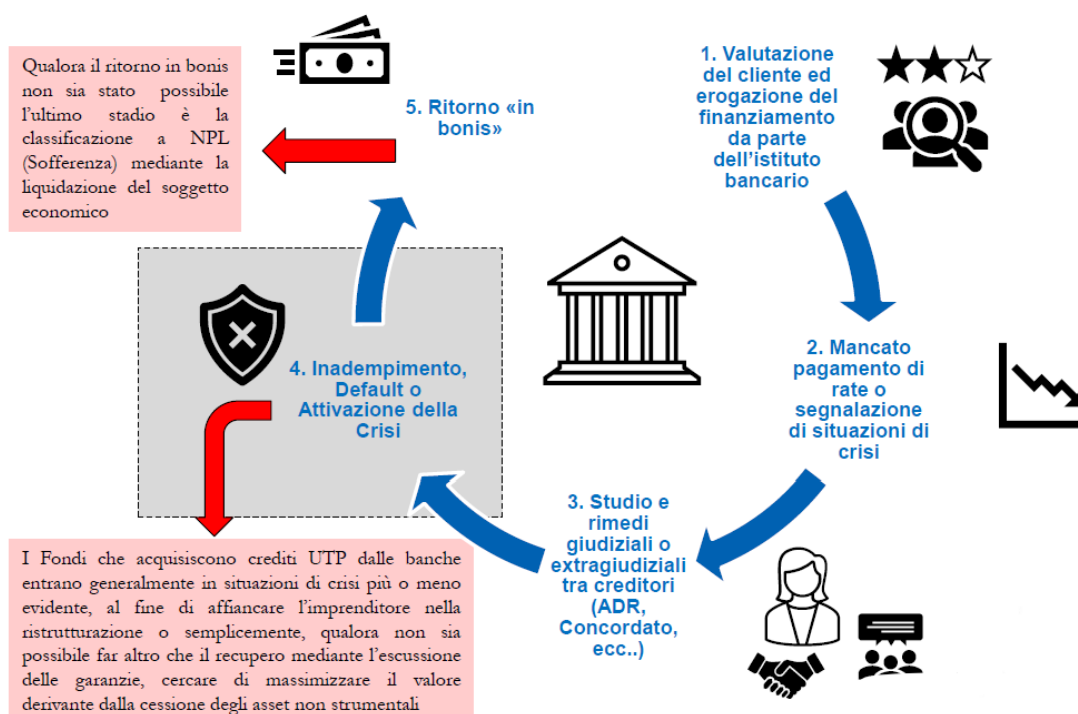
Risulta evidente, quindi, l'ampiezza degli spazi di discrezionalità nella classificazione degli UTP; di fatto, una delle conseguenze è l'aumento di sofferenze “mascherate” da

---

<sup>55</sup> Cfr. “Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 - 2014

inadempienze probabili. Gli UTP rappresentano quindi un mondo eterogeneo all'interno del quale sono incluse situazioni aziendali in cui l'attività operativa è ancora in essere ma la condizione finanziaria risulta quantomeno incerta, il che parametrato agli indicatori specifici di ogni impresa, implica una improbabile capacità di soddisfare le proprie obbligazioni.

Nel proseguo del capitolo approfondirò il tema del credito deteriorato, esaminando le dinamiche che influiscono sull'andamento dei volumi nei bilanci bancari. Verrà affrontata la disciplina della cessione del credito nello scenario italiano attuale evidenziando le conseguenze sull'ammontare dei crediti deteriorati e sull'andamento delle concessioni di nuovi finanziamenti. Il grafico che segue riassume il ciclo di vita del credito e le sue principali fasi gestorie:



In particolare, l'analisi sarà concentrata su quei crediti classificati come UTP vista la progressiva significatività che sta assumendo questa tipologia di credito nel sistema bancario, superando le sofferenze in termini di rilevanza nella loro gestione proattiva e come nuova opportunità di mercato.

Le recenti riforme in tema di classificazione del credito, di cui prima ho fornito una rapida esamina, hanno generato nuovi scenari economici che prevedono competenze aggiuntive in termini di amministrazione proattiva delle esposizioni al fine di rilanciare le imprese in difficoltà, salvaguardare posti di lavoro, stimolare crescita economica e generare ricchezza.

Alcuni degli aspetti che verranno approfonditi sono la gestione interna dei crediti difficilmente o ancor meglio improbabilmente rimborsabili, la loro cessione e la conseguente esternalizzazione della loro gestione a terzi specializzati. A tal proposito la presenza di Servicer specializzati nel territorio italiano, con competenze legali e soprattutto di turnaround, può ridurre significativamente il peso degli NPE sui portafogli crediti delle banche, accelerando la loro transizione a crediti in bonis. In termini sistemici, questo processo di *deleverage* che si sta sviluppando rapidamente, genera delle conseguenze sulla disponibilità delle banche a concedere ulteriori finanziamenti, soprattutto ad imprese. L'Indagine sul credito bancario condotta dalla Banca Centrale Europea<sup>56</sup> evidenzia che gli stock di NPL possono influenzare indirettamente l'offerta di credito attraverso il canale del costo del capitale: gli NPL, infatti, sono opachi e difficili da valutare. Una banca gravata da un livello elevato di NPL sarà percepita come relativamente rischiosa, e potrà sperimentare difficoltà ad accedere ai mercati della liquidità e del capitale e quindi a sua volta concedere prestiti. Una seconda ragione è legata al rendimento degli NPL, che è in genere pari a zero (eventuali interessi sugli NPL ad aumentare le rettifiche). A parità di altre condizioni, questi meccanismi si rifletteranno negativamente sulla capacità di erogare prestiti da parte della banca.

A supporto dell'evidente valenza sistemica del fenomeno della cessione del credito sono stati svolti diversi studi, tra cui cito per l'attinenza con l'argomento trattato *The proactive management of non-performing exposures: a focus on Italian unlikely-to-pay loans, 2020*, che denota l'esistenza di una correlazione positiva tra il ritorno in bonis delle esposizioni classificate in sofferenza, la loro cessione e l'esternalizzazione della loro gestione a operatori specializzati nello scenario del servicing italiano.

L'Italia, da quanto riporta PWC<sup>57</sup> nel report semestrale sul mercato italiano degli NPL, è uno dei paesi con l'ammontare di esposizioni a sofferenza (NPE) più alto in Europa nonostante le Banche italiane abbiano gradualmente ridotto lo stock di deteriorato dopo il raggiungimento di volumi pari a 341 miliardi di euro di NPE nel 2015 e da qui in calo a 99 miliardi di euro a dicembre 2020. Il processo di *deleverage* sta avvenendo in un contesto in cui la qualità del credito del sistema bancario italiano ha ancora un profilo di rischio "più elevato" rispetto alla media dei paesi europei.

---

<sup>56</sup> Cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html)

<sup>57</sup> PWC: The Italian NPL Market, dicembre 2021



A fronte del contesto attuale, è molto difficile fare previsioni affidabili, ma gli analisti di PWC prevedono nuovi afflussi di NPE compresi tra 70 e 90 miliardi di euro nei prossimi 24-36 mesi, al netto di eventuali ulteriori misure straordinarie a risposta dell'emergenza pandemica in corso. Tuttavia, le principali banche operanti nel panorama italiano restano ottimiste sulla resilienza della qualità dei loro portafogli crediti indipendentemente dal volume di nuovi flussi di NPE.

### ***La valutazione del credito***

Quando un istituto finanziario concede un credito ad un cliente si preoccupa di valutare il suo merito creditizio al fine di decidere se concedere o meno il prestito e a che tasso farlo. In un secondo momento rispetto alla concessione iniziale, quando cambia lo status del credito, da essere classificato come “in bonis” ad essere classificato come “NPE”, la prospettiva di analisi si sposta in una dimensione più insita all'interno del credito che dev'essere valorizzato e prezzato per eventualmente cederlo ad un operatore terzo.

Nel proseguo dello studio affronterò il tema della valutazione dei crediti UTP dal punto di vista degli acquirenti, ovvero degli operatori del mercato che investono in crediti UTP con l'obiettivo di conseguire un ritorno economico adottando diverse strategie finalizzate ad ottimizzare la recovery e la valorizzazione di tali attivi.

L'ottica dell'investitore è principalmente orientata alla stima della capacità dell'azienda di generare flussi prospettici e alla possibile valorizzazione del credito in un momento successivo per eventualmente cederlo a sua volta in un arco di tempo definito. Questi sono due dei principali aspetti dai quali dipenderà la possibilità di generare i ritorni attesi sull'operazione.

In tal senso, risulta di fondamentale importanza la capacità dell'investitore di raccogliere quante più informazioni possibili, dall'azienda stessa o da terze parti quali le banche cedenti, necessarie a colmare l'asimmetria informativa, al fine di costruire un proprio scenario nel caso in cui l'acquisto del credito vada a buon fine.

Una *best practice* affermata nel mercato, utile per prevedere eventuali scostamenti dalle stime effettuate sul valore dei crediti UTP, è l'applicazione di adeguate sensitivity alternative ai “base case”. Questa pratica risulta efficiente per tener conto dei possibili sviluppi dell'attività, così da poter calcolare il prezzo che si è disposti a pagare per i crediti facenti capo all'azienda

oggetto di valutazione, prezzo che però deve essere compatibile con gli obiettivi di ritorno sui propri investimenti alla luce della loro rischiosità.

I principali elementi da considerare al momento della stima del valore di crediti UTP sono i seguenti:

- Andamento del mercato di riferimento del debitore e valutazione dei competitors;
- Prospettive del business in uno scenario “inerziale”;
- Possibilità/fabbisogno di investimenti e possibile impatto sulle performance aziendali;
- Struttura finanziaria attuale e prospettica, in garanzia o dismissione: presenza di asset non essenziali per l’attività che possono fungere da garanzia, necessità di finanziamento del circolante e possibilità di accesso a specifiche linee (i.e. factoring, autoliquidante, finanziamento del magazzino, ecc.);
- Presenza di flussi di cassa operativi nell’arco di piano;
- Opzioni per l’exit e relative valorizzazioni;
- Presenza di un piano ed eventuale rischio di *execution* dello stesso e relativo rendimento atteso dall’investitore;
- *Downside scenario* nel caso il piano di rilancio non abbia successo.

### ***I crediti UTP Secured***

I crediti UTP “Secured”, assistiti per definizione da garanzie specifiche del debitore e/o di terzi, reali<sup>58</sup> o personali<sup>59</sup>, rappresentano la parte preponderante, sia in termini di volumi che di dimensioni degli importi, delle “inadempienze probabili”. Nel proseguo analizzerò alcune logiche di valorizzazione inerenti le diverse tipologie di attivi immobiliari suddividendo diversi cluster e associandoci differenziate strategie di valorizzazione. Tale metodologia è prassi bancaria al fine di agevolare l’elaborazione e la verificare della sostenibilità di un piano di rientro e/o di ristrutturazione finanziaria, facendo leva sulle garanzie immobiliari più idonee per una dismissione nel breve termine ovvero su quelle da conservare in patrimonio in relazione alla loro potenzialità reddituale, eventualmente previo investimento per valorizzazioni (capex) ove fosse disponibile nuova finanza.

---

<sup>58</sup> privilegio, pegno e ipoteca

<sup>59</sup> principalmente, fideiussione e avallo

Le dinamiche che a breve approfondirò sono legate inscindibilmente ad una gestione attiva delle esposizioni UTP “Secured” secondo una pratica del mercato, suggerita dagli investitori specializzati nel segmento (è utile specificare che il discorso è valido soprattutto relativamente a c.d. UTP “single name” di grande valore), che mira ove possibile ad affiancarsi al borrower, ricercando il dialogo ed il miglior allineamento di interessi tra le parti, finalizzato, nel migliore dei casi, ad un ritorno in bonis anche tramite co-investimenti e nuova finanza, o nelle casistiche più critiche nell’accordarsi al fine di delineare dei piani di rientro.

La metodologia di valutazione che riporto prevede che a seconda della tipologia di garanzia il credito venga classificato in 4 diverse categorie.

### ***Cluster n.1 - Asset non suscettibili di valorizzazioni economicamente convenienti***

Si tratta di crediti secured garantiti da asset immobiliari che, in riferimento alla consistenza edilizia ed alla condizione urbanistica e locativa in essere, non si prestano per natura suscettibili ad un percorso di valorizzazione che ne possa incrementare l’appetibilità verso il mercato in maniera significativa e per le quali gli eventuali costi di riqualificazione non sarebbero giustificati dal plusvalore eventualmente conseguibile. Per tale tipologia di asset, non essendo conveniente procedere con eventuali capex, vanno identificate le più idonee strategie di vendita nel loro stato di fatto. Nella pratica, a titolo esemplificativo, la vendita al fine di rientrare dall’esposizione può venir disposta: i) in blocco; (ii) frazionata; (iii) per pacchetti.

Ai fini dell’eventuale immissione degli asset sul mercato è condizione primaria la verifica della situazione contrattuale dei vari conduttori in modo tale da verificare la possibilità di intervenire attraverso investimenti che possano consolidare la qualità ed il volume dei flussi di cassa. Riporto di seguito le principali: i) verifica dell’interesse di conduttori corporate all’acquisto del cespite; (ii) verifica e ricontrattazione dei contratti prossimi alla scadenza.

### ***Cluster n.2 - Asset da sottoporre a ristrutturazione e/o miglioramento***

Si tratta di crediti secured garantiti da asset immobiliari che sono compatibili con una gestione a reddito a seguito di un riposizionamento sul mercato reso possibile da riqualificazioni e migliorie degli immobili. Di prassi la suddetta categoria è caratterizzata da una redditività

locativa scarsamente appetibile per effetto di vacancy significative, a volte poco suscettibili di valorizzazione per l'appartenenza a contesti periferici o poco strutturati che rendono non profittevole un cambio di destinazione d'uso. Il target commerciale per questo tipo di cespiti è riconducibile ai piccoli investitori locali ovvero investitori con profilo di rischio-rendimento "opportunistico".

L'obsolescenza funzionale, lo scarso appeal e anche lunghi periodi di inutilizzo sono caratteristiche intrinseche a questa tipologia di asset, tant'è che per la loro ricollocazione sul mercato necessitano di interventi migliorativi sulle strutture, onde poter rivolgere l'attività ad una domanda più ampia. Anche in questo caso, prima dell'immissione dei beni sul mercato si dovrebbe procedere con la verifica della situazione contrattuale dei vari tenant e dei potenziali utilizzatori al fine di verificare la fattibilità di quelle azioni che, anche prevedendo dei costi di rinnovo delle strutture, possano consolidare la qualità ed il volume dei flussi di cassa.

### ***Cluster n.3 - Asset con potenzialità di valorizzazione edilizia e cambio destinazione d'uso***

Si tratta di crediti garantiti da asset immobiliari che, in riferimento alla consistenza edilizia ed alla situazione urbanistica e locativa in essere, appaiono appetibile per un'attività di sviluppo urbanistico-edilizio con evidenti potenzialità di generare reddito locativo a seguito di un loro riposizionamento. Tali immobili sono in una condizione di non valorizzazione e di norma presentano una situazione locativa non performante ma le cui caratteristiche specifiche li rendono fungibili per differenti utilizzi. Come ad esempio succede in specifiche città dove è particolarmente attiva la domanda di immobili direzionali obsoleti al fine di trasformarli in formule residenziali innovative quali, ad esempio, *student housing e senior housing*. Laddove venisse garantita la fattibilità urbanistica dell'intervento, gli asset in questione potrebbero essere avviati alla vendita come «progetti di sviluppo» ovvero valorizzati direttamente in collaborazione con il "borrower" ove fosse disponibile a emettere "nuova finanza". Per tutti gli immobili rientranti in questo cluster vanno previste le consuete azioni propedeutiche allo sviluppo. Tra queste, a titolo esemplificativo: i) studio di prefattibilità dell'iniziativa al fine di verificare gli indirizzi della valorizzazione; ii) due diligence ambientali ed urbanistiche; iii) apertura di una fase di dialogo con le amministrazioni pubbliche competenti; iv) mantenimento, ove possibile, degli spazi in locazione per il periodo utile alla definizione dell'iter urbanistico.

#### ***Cluster n.4 - Immobili a reddito***

Si tratta di crediti garantiti da asset immobiliari che, in riferimento alla condizione edilizia e dalla situazione urbanistica e locativa in essere, presentano già un buon livello di redditività, eventualmente ottimizzabile attraverso ordinarie azioni manutentive e/o di marketing. Per tale tipologia di immobile si potrebbe innanzitutto ipotizzare un mantenimento della proprietà in capo al “*borrower*” al fine di poter generare flussi di cassa disponibili per agevolare il rientro in bonis e/o per generare la liquidità utile a supportare le attività di valorizzazione di eventuali altri beni immobili di proprietà. La dismissione di questi asset, normalmente appetiti dal mercato, potrebbe essere prevista in sub-portafogli unitamente ad immobili di minore appeal al fine di consentire una più celere alienazione di questi ultimi. Le azioni da intraprendere per tale tipologia di immobili, oltre a quanto già esposto per le attività assimilabili nei casi precedenti, potrebbero consistere in: i) revisione dei contratti in scadenza e riallineamento dei canoni di locazione a mercato; ii) razionalizzazione degli spazi da locare.

#### ***La valutazione del collaterale***

Il legame che intercorre tra il valore dei crediti secured e gli immobili sottostanti a garanzia è inscindibile, per questa ragione proporrò qui di seguito una metodologia, accompagnata da un esempio di perizia eseguita da una società di primario standing, che consente di valutare, sulla base di una serie di parametri quali-quantitativi, il differente grado di commerciabilità e di potenziale valorizzazione dei singoli asset immobiliari posti a garanzia di esposizioni secured e quindi, in presenza di un portafoglio di UTP, di definire le priorità di azione per la valorizzazione ottimale dell'intero compendio, elaborando e verificando la sostenibilità di piani di rientro e/o ristrutturazione finanziaria con eventuale erogazione di nuova finanza.

La valutazione degli asset immobiliari è un tema caldo per il legislatore europeo che in più occasioni ha sottolineato l'importanza di effettuare tale analisi ottemperando alle procedure interne alla banca che devono basarsi in maniera totalitaria su principi di prudenzialità. A tal proposito riporto un estratto dalle Linee guida per le banche<sup>60</sup>: “*In passato le banche hanno spesso omissis di richiedere ai mutuatari informazioni finanziarie periodiche o di ottenere valutazioni aggiornate degli immobili al fine di valutare la qualità dei prestiti in bilancio e l'adeguatezza delle garanzie. Di conseguenza,*

---

<sup>60</sup> Banca Centrale Europea: Linee guida per le banche sui crediti deteriorati, Marzo 2017

*non hanno riconosciuto i segnali di allerta precoce di un deterioramento della qualità delle attività, causando una sottostima degli accantonamenti a fronte di perdite creditizie in bilancio.”*

L'indicatore di commerciabilità delle garanzie immobiliari è uno dei principali indicatori ed è a sua volta composto da diversi fattori, ognuno di essi valutato e valorizzato in base alle caratteristiche dell'asset.

Per comprendere in maniera esaustiva questo indicatore devo soffermarmi sui singoli fattori di cui è composto evidenziando, le ragioni che ne guidano lo scoring:

- Contesto/ubicazione/accessibilità: scoring attribuito in relazione alle tendenze del mercato specifico, alla dotazione della rete di trasporti, alla vicinanza al centro città ed ai principali servizi locali;
- Dimensione: il pricing complessivo dell'immobile viene generato in maniera elementare dal prodotto tra la metratura e il prezzo al metro quadro (frutto della valutazione per fattori che sto analizzando);
- Appeal Architettonico/Fungibilità: desunto dal sopralluogo e considerata l'epoca di costruzione, va verificata la presenza o meno di finiture di pregio, e qualità degli impianti e infine va tenuto conto dello stato dell'immobile dal punto di vista architettonico;
- Vincoli alla libera circolazione/utilizzabilità del bene: punteggio attribuito in ragione della presenza o meno di comodati d'uso, locazioni, concessioni, servitù, vincoli paesaggistici e/o ambientali.

L'esito delle valutazioni suddette potrebbe quindi esprimersi in una scala di valutazione del seguente tenore: - Punteggio 1 - Assente: non è possibile vendere la garanzia immobiliare nello stato dell'arte delle cose;

- Punteggio 2 - Scarso: il tentativo di vendita della garanzia immobiliare ha poche possibilità di avere buon esito a prescindere dal prezzo a cui è proposto sul mercato;

- Punteggio 3 - Possibile: esistono margini di commerciabilità ma i tempi di vendita potrebbero essere lunghi;

- Punteggio 4 - Probabile: l'asset ha buone possibilità di vendita in tempi brevi subordinatamente ad idonea attività preparatoria tecnico-commerciale.

Di seguito esaminerò una perizia drive-by eseguita da *ReValuta*, società specializzata nella gestione di grandi portafogli immobiliari ed advisory. Per completezza e a beneficio dei lettori riporto le diverse tipologie di perizie che si possono commissionare:

- valutazioni “desktop”: non viene effettuata alcuna visita sopralluogo, ma il valutatore effettua una verifica indiretta, ove possibile, della documentazione fornita dal committente utilizzando, a titolo di esempio, i siti internet di mappe per l’ubicazione o i portali e i database immobiliari per effettuare l’analisi di mercato;
- valutazioni “drive-by”: il valutatore, dopo aver analizzato la documentazione fornita dal committente, effettua una visita sopralluogo all’immobile esclusivamente esterna, effettuando una raccolta di dati e informazioni anche in loco;
- valutazioni “full”: il valutatore svolge anche una visita sopralluogo interna dell’immobile oltre ad effettuare eventuali approfondimenti tecnico-amministrativi, ove gli stessi siano stati richiesti.

Come prima cosa vengono definite le premesse e la metodologia utilizzata. In questo caso specifico la riporto di seguito:

- Re Valuta SpA ha ricevuto incarico dalla Committente di elaborare una valutazione commerciale dell’immobile con ubicazione in ---, la cui supervisione è stata affidata al tecnico avente numero di matricola nr --- in qualità di tecnico interno di Re Valuta SpA. Lo stesso dichiara di: avere conoscenza adeguata ed aggiornata del mercato di riferimento possedere capacità professionali adatte per effettuare la valutazione in oggetto con competenza. Per adempiere all’incarico lo scrivente si è avvalso di: dati e documenti ricevuti dal committente, analisi del mercato immobiliare di zona (contesto urbano-edilizio e destinazioni d’uso prevalenti, richieste e prezzi di vendita in funzione della tipologia immobiliare, tassi d’assorbimento del prodotto, tassi di rendimento dei cespiti locati/affittati). Nell’elaborazione della valutazione sono stati assunti alcuni presupposti ed alcune limitazioni che qui di seguito vengono elencate: Il cespite è stato considerato libero da persone e cose e nello stato di fatto e di diritto in cui attualmente si trova; L’analisi è stata condotta sulla base della seguente definizione di valore di mercato in accordo con i principi internazionali IVS a cui le linee guida espresse nel Red Book a cura del Royal institution of Chartered Surveyors (RICS) fanno riferimento: *"Il valore di mercato è l'ammontare stimato a cui un'attività o passività dovrebbe essere ceduta e acquistata, alla data di valutazione, da un venditore e da un acquirente privi di legami particolari, entrambi interessati alla compravendita, a condizioni*

concorrenziali, dopo un'adeguata commercializzazione in cui le parti abbiano agito entrambe in modo informato, consapevole e senza coercizioni.". Le superfici alle quali applicare i valori unitari (€/mq) sono state ricavate dalle informazioni forniteci dalla società Committente, dai dati metrici sono stati estrapolati dai disegni di progetto o da rilievo in loco; il criterio di prudenza ha indotto il perito ad applicare, laddove necessario, una superficie "virtuale-commerciale" che tenga conto di tutte le superfici disponibili ridotte (per ambienti e destinazione d'uso) con opportuni coefficienti di apprezzamento ovvero di deprezzamento in uso sul mercato immobiliare locale; il grado di manutenzione e conservazione del cespite oggetto della nostra analisi è stato verificato in loco; il lavoro è stato svolto prescindendo dall'esito di eventuali contenziosi fiscali e/o cause legali in corso; non sono state ricercate e verificate puntualmente eventuali problematiche ambientali ma, se rilevate in fase di sopralluogo, situazioni potenzialmente critiche sono indicate nel presente rapporto di valutazione.

Come secondo step viene identificata la localizzazione dell'immobile/terreno dandone una breve descrizione in merito alla posizione, allo stato occupazionale dell'immobile e all'estensione sul territorio esplicitando i dettagli catastali come di seguito proposti:

CATASTO TERRENI								
Fog.	Mappale	Sub.	Sez.	Porz.	Qualità / Classe	Superficie mq	Reddito Agrario €	Reddito Dominicale €
38	28			-	SEMINATIVO IRRIGUO 1	11.730,0	93,90	87,84
38	558			-	SEMINATIVO IRRIGUO 2	3.049,0	21,26	18,11
38	617			-	NR	160,0	0	0

CONFORMITA' CATASTALE			NOTE/AZIONI DA INTRAPRENDERE	COSTI DI REGOLARIZZAZIONE €
SI	NO	ND		
		X	Trattasi di perizia di tipo Drive-by per la quale non è previsto sopralluogo interno	0

TERRENI				
Foglio	Mappale	Subalterno	Categoria Catastale	Rendita €
38	28		T - TERRENO	0
Descrizione Superficie	Piano	Superficie Lorda mq	Coeff. di Raggiungimento	Superficie Commerciale mq
TERRENO	T	11.730,0	1,00000	11.730,0
<b>Totale subalterno</b>		<b>11.730,0</b>		<b>11.730,0</b>

TERRENI				
Foglio	Mappale	Subalterno	Categoria Catastale	Rendita €
38	558		T - TERRENO	0
Descrizione Superficie	Piano	Superficie Lorda mq	Coeff. di Raggiungimento	Superficie Commerciale mq
TERRENO	T	3.049,0	1,00000	3.049,0
<b>Totale subalterno</b>		<b>3.049,0</b>		<b>3.049,0</b>

TERRENI				
Foglio	Mappale	Subalterno	Categoria Catastale	Rendita €
38	617		T - TERRENO	0
Descrizione Superficie	Piano	Superficie Lorda mq	Coeff. di Raggiungimento	Superficie Commerciale mq
TERRENO	T	160,0	1,00000	160,0
<b>Totale subalterno</b>		<b>160,0</b>		<b>160,0</b>

<b>Totale Complessivo</b>		<b>14.939,00 mq</b>		<b>14.939,00 mq</b>
---------------------------	--	---------------------	--	---------------------



Una volta delineate le caratteristiche locative dell'immobile/terreno vengono rappresentati asset recentemente compravenduti o attualmente in vendita, comparabili sotto il profilo tipologico, edilizio e posizionale.

#### Quotazioni Immobiliari

Fonte	Tipologia	Destinazione	Stato	Indirizzo	Data del comparabile
NOMISMA	PARERE	RESIDENZIALE	LIBERO		07/07/2020
Tipo valore				Valore al Mq	
VALORE MINIMO				1.347,85	
VALORE MASSIMO				1.805,45	
VALORE MEDIO				1.576,65	

#### Comparativi di mercato

Fonte	Indirizzo	Descrizione	Mq Lordi	Valore Mq	Prezzo Richiesto	COEFFICIENTI DI PONDERAZIONE						Destinaz. d'uso	Valore Mq per dest. d'uso
						Qualità %	Superf. %	Zona %	Trattativa %	Totale Abbatt. %	Valore Mq Ponderato		
ANNUNCI ECONOMICI		Terreni edificabili	880,00	181,82	160.000,00	0	-20	0	-10	-30	127,27	TERRENO	156,01
ANNUNCI ECONOMICI		Terreni edificabili	1.100,00	200,00	220.000,00	0	-20	0	-10	-30	140,00	TERRENO	156,01
ANNUNCI ECONOMICI		Terreni edificabili	523,00	286,81	150.000,00	0	-20	0	-10	-30	200,76	TERRENO	156,01

Infine, viene riportata la valutazione finale differenziando tre diverse valori, uno di mercato, uno cauzionale e infine uno di pronto realizzo.

TERRENI				
Foglio	Mappale	Subalterno	Categoria Catastale	Rendita €
38	28		T - TERRENO	0
Descrizione Superficie	Piano	Superficie Commerciale mq	€/mq	Valore Totale €
TERRENO	T	11.730,0	40,00	469.200,00
<b>Totale subalterno</b>		<b>11.730,0</b>		<b>469.200,00</b>

TERRENI				
Foglio	Mappale	Subalterno	Categoria Catastale	Rendita €
38	558		T - TERRENO	0
Descrizione Superficie	Piano	Superficie Commerciale mq	€/mq	Valore Totale €
TERRENO	T	3.049,0	150,00	457.350,00
<b>Totale subalterno</b>		<b>3.049,0</b>		<b>457.350,00</b>

TERRENI				
Foglio	Mappale	Subalterno	Categoria Catastale	Rendita €
38	617		T - TERRENO	0
Descrizione Superficie	Piano	Superficie Commerciale mq	€/mq	Valore Totale €
TERRENO	T	160,0	150,00	24.000,00
<b>Totale subalterno</b>		<b>160,0</b>		<b>24.000,00</b>

<b>Totale Complessivo</b>		<b>14.939,00 mq</b>		<b>€ 950.550,00</b>
---------------------------	--	---------------------	--	---------------------

In relazione a quanto sopra esposto ne deriva che, il più probabile valore di mercato dell'immobile oggetto della presente stima è, arrotondato, pari a:

**€ 951.000,00**  
(Novecentocinquantunomila/00)

Subalterno	Superficie da valutare mq	Valore di Mercato	Valore di Mercato Rettificato	Valore Cauzionale	Valore di pronto realizzo	Valore ai fini assicurativi
[TERRENI][FOG.38 PAR.28 SUB.] [TERRENO] [T]	11.730,0	469.200,00	469.200,00	422.529,00	375.636,00	0
[TERRENI][FOG.38 PAR.558 SUB.] [TERRENO] [T]	3.049,0	457.350,00	457.350,00	411.858,00	366.149,00	0
[TERRENI][FOG.38 PAR.617 SUB.] [TERRENO] [T]	160,0	24.000,00	24.000,00	21.613,00	19.214,00	0

In assenza di garanzie immobiliari, gli UTP corporate vanno analizzati e segmentati focalizzando l'attenzione sul business e sull'andamento dello stesso svolto dal debitore approfondendo le caratteristiche del settore merceologico di riferimento, i mercati geografici in cui opera, le performance economico-finanziarie specifiche desumibili dai bilanci. Nella pratica esistono diversi applicativi ed algoritmi in grado di automatizzare tali analisi e di ottenere come output finale una previsione statistica delle più probabili strategie di recupero (giudiziale o stragiudiziale) nonché, in base alla strategia, la determinazione della previsione di recupero come percentuale del patrimonio o dell'impiego.

### ***L'importanza della dotazione informativa***

La chiave per pervenire ad una stima accurata e attendibile della previsione di recupero è dotarsi di un adeguato set di dati ed informazioni aggiornato per tutto l'orizzonte temporale considerato dall'analisi. Un'approfondita analisi da parte di professionisti qualificati, posizione per posizione, potrebbe ben mettere in luce le specificità e le singole casistiche, ma ciò implica tempi e costi non sempre sostenibili, mentre evidentemente l'analisi statistica fa risparmiare tempo e denaro scontando tuttavia la qualità e l'affidabilità dei risultati. Naturalmente quando si valutano crediti dall'elevato valore nominale, per cui un piccolo errore di stima può generare un'elevata perdita in termini di recupero, l'analisi va eseguita specificatamente sulla singola posizione e sull'andamento del business specifico.

Ho già evidenziato l'importanza di dotarsi di un set informativo adeguato a colmare l'asimmetria informativa tra debitore, banca cedente e investitore, ma ritengo sia necessario entrare nel dettaglio di tale dotazione al fine di comprendere al meglio quali siano gli elementi che hanno portato l'investitore a valutare in un certo modo un credito. Il set informativo dovrebbe essere, in linea teorica, disponibile presso le banche cedenti e dovrebbe comprendere:

- Informazioni circa i crediti oggetto di cessione, solitamente rinvenibili nei c.d. loan data tape comprendenti i dettagli dell'esposizione complessiva nei confronti del debitore per forma tecnica e con indicazione di: a) utilizzo; b) fido accordato; c) durata delle relative linee di credito; d) eventuali garanzie reali e/o personali concesse dal debitore o da terzi; e) eventuali perizie disponibili in caso di ipoteche; f) onerosità e condizioni economiche.

- Contratti originari nonché accordi in essere (ed eventuali modifiche successive) che sono intervenuti per la modifica e/o ridefinizione dell'indebitamento (art. 67 LF, 182-bis LF, concordati, ecc.) e documentazione di corredo (attestazione/asseverazione dell'esperto indipendente, business plan e/o presentazioni aziendali). Informazioni e documentazione relativa ad eventuali domande di concordato in bianco ai sensi dell'articolo 161 VI comma L.F. (o a proposte di concordato preventivo depositate).
- Piani economico-finanziari recenti predisposti dal debitore e/o dai suoi advisor.
- Presentazioni e/o report condivisi con gli istituti di credito da parte del debitore (anche per mezzo del loan agent) per assolvere agli obblighi di informativa periodica che solitamente sono presenti negli accordi di ristrutturazione.
- Contrattualistica sottostante ed eventuali modifiche successive (ivi inclusi gli atti di concessione delle garanzie ed eventuali atti ricognitivi).
- Bilanci di esercizio o consolidati, che tuttavia scontano il limite di contenere informazioni che sono "vecchie" di almeno 4 mesi.

Tutto ciò premesso, l'impianto valutativo adottato è finalizzato a ricavare il *fair value* dei crediti attraverso la stima di un recovery rate da applicare al valore contabile lordo dei crediti ceduti. Il recovery rate è stimato facendo riferimento al set informativo più recente disponibile per ciascun debitore ed esprime, pertanto, il *fair value* alla data della valutazione, in quanto il set di informazioni disponibili nel dossier rappresenta ciò che è conosciuto e conoscibile sullo stato del debitore alla data della valutazione dalla specifica banca.

È importante segnalare che la valutazione non esprime il valore a termine della posizione creditizia (valore che concorre a formare il c.d. ultimate return), ma piuttosto il valore del credito alla data corrente nel momento della valorizzazione, tenuto conto anche dell'orizzonte temporale necessario a realizzare l'ultimate return.

### ***La metodologia valutativa***

I criteri di valutazione adottati per stimare il valore di un credito sono molteplici ma in questa sede riporto quello più comune ed utilizzato: il Metodo DCF.

Dopo aver esaminato e studiato tutta la documentazione a disposizione, quindi a titolo non esaustivo svolto un esame approfondito della situazione finanziaria del debitore, dei flussi di cassa disponibili, degli indicatori finanziari e dei piani aziendali, l'investitore dovrà:

- analizzare le informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie previsionali al fine di sviluppare almeno uno o più scenari;
- verificare le condizioni di persistenza della continuità aziendale (going-concern) o la probabilità di un aggravamento dello stato di crisi (gone-concern);
  - o se lo scenario going-concern fosse il più probabile il cessionario procederà alla stima dei flussi di cassa futuri realisticamente derivati dalla continuità aziendale e tratti da un business plan di durata coerente con i crediti oggetto di valutazione e con l'orizzonte temporale dell'investimento e al calcolo Enterprise Value mediante l'applicazione del metodo DCF (*Discounted Cash Flow*) che illustrerò nel dettaglio successivamente;
  - o nel caso in cui lo scenario più ipotizzabile fosse gone-concern si procederà alla stima dei flussi di cassa futuri realisticamente destinati al rimborso dei debiti, in ottica di cessazione e liquidazione dell'attività e di escussione di eventuali garanzie;
- ove presenti operazioni di mercato recenti e direttamente riferibili ai crediti detenuti o a crediti collegati, è opportuna confrontare i risultati ottenuti dall'applicazione delle metodologie analitiche di cui al precedente punto con i valori espressi nelle operazioni di mercato, commentandone le eventuali differenze ed evidenziandone le differenti ipotesi;
- determinare in tal modo il Recovery Value dei crediti e l'eventuale differenza rispetto al valore contabile lordo (Gross Book Value)
- la differenza così come calcolata rappresenta lo sconto richiesto sul GBV.

Per calcolare l'*Enterprise Value* di un'azienda è prassi bancaria utilizzare come metodo valutativo il *Discounted Cash Flow* che, tramite la stima dei flussi di cassa operativi futuri generati dalla stessa (flussi di cassa operativi o "FCFO") attualizzati in funzione dell'arco temporale esplicitato in cui si ipotizza saranno conseguiti si ottiene il valore dell'attività.

Nello specifico, il criterio in oggetto è espresso dalla seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$$TV = \frac{FCFO_n * (1+g)}{(WACC-g)}$$

dove:

$EV$  = Valore economico dell'entità oggetto di valutazione.

$FCFO$  = Flusso di cassa operativo =  $EBIT - \text{imposte figurative} + \text{ammortamenti} + \Delta \text{Capitale Circolante Netto} + \text{Capex}$ .

$n$  = Orizzonte temporale di previsione esplicita espresso in anni.

$WACC$  = Tasso di attualizzazione dei flussi, dato dal costo medio ponderato del capitale riferito all'entità oggetto di valutazione. Nello specifico il  $WACC$  è stimato ponderando il costo del capitale di rischio ed il costo del capitale di debito (al netto dello scudo fiscale) sulla base rispettivamente del rapporto tra mezzi propri e capitale investito e debito e capitale investito di un'ipotetica struttura finanziaria obiettivo della società oggetto di valutazione, sostenibile nel lungo periodo.

$TV$  = Terminal Value, pari al valore dell'entità oggetto di valutazione alla fine del periodo di previsione esplicita.

$g$  = Tasso di crescita atteso di lungo periodo.

La scelta ed applicazione delle metodologie di valutazione dei crediti UTP è funzione sia della tipologia di transazione che della modalità di gestione dei crediti da parte dell'investitore. Gli ulteriori metodi utilizzati per stimare l'Enterprise Value, che cito per completezza d'analisi ma che non approfondirò, sono: il metodo *Asset Quality Review*, l'approccio *steady state* e l'approccio *two-step cash-flow*.

Con riferimento al metodo DCF precedentemente descritto, la possibilità di aver accesso ad una percentuale rilevante dell'indebitamento (ovvero influenzare il tavolo negoziale), uniti agli obiettivi ed alla value proposition<sup>61</sup> di un investitore in crediti UTP, fanno sì che tale metodo sia il modello di riferimento per la valutazione dei crediti in quanto consente di cogliere in maniera esaustiva tutti gli elementi di valore effettivamente attivabili al fine di massimizzare il recupero dei crediti e quindi la corretta valorizzazione degli stessi.

Terminata la valutazione del credito UTP il focus dell'operatività si amplierà di un'ulteriore fase: la gestione del credito.

---

<sup>61</sup> Inteso come la proposta di valore che un'azienda fa al mercato, espressa in termini di vantaggi percepiti che i consumatori possono ottenere dall'acquisto della soluzione proposta sul mercato.

## ***La gestione del credito***

Lo scopo primario nella gestione quando il credito è parte di un portafoglio di crediti in cui investe un fondo d'investimento è incrementare il valore del credito rispetto la sua fase di acquisizione iniziale. Tale scopo per questa tipologia di crediti è indissolubilmente legato al risanamento dell'impresa, che pur essendo impattata da elementi di inefficienza (gestionali, di mercato, finanziari, ecc.) tramite interventi mirati ha la possibilità di rilanciarsi a livello aziendale e finanziario.

È opportuno esplicitare che ci sono situazioni di crisi in cui il valore aziendale, detto comunemente *enterprise value*, è molto penalizzato perché le performance finanziarie sono negative e, anche nel caso in cui sia possibile un rilancio, l'azienda non dispone delle risorse finanziarie e manageriali per sostenerlo. Questa condizione, sicuramente negativa, si traduce in un danno pesante per tutti gli stakeholders, in particolare per i creditori che si trovano a dover subire uno stralcio pesante del loro credito, per i fornitori che vedono perdere un cliente per le loro merci o servizi, per i dipendenti che vengono penalizzati dalla perdita del posto di lavoro e per gli azionisti che vedono azzerarsi il valore della loro partecipazione e molto spesso si trovano a subire l'escussione di garanzie prestate.

Va peraltro precisato che la flessibilità dell'intervento a sostegno di tali categorie di debitori, quando possibile, non deve essere intesa soltanto in termini di varietà di misure di intervento finanziario effettivamente prospettabili, ma anche in ottica di celerità e snellezza del processo decisionale, al fine di rispondere con prontezza ai mutamenti delle esigenze finanziarie dell'azienda. La particolare fragilità del debito *Unlikely to Pay* comporta che anche la mera tardività dell'intervento possa di fatto compromettere l'intera ristrutturazione e determinarne la riclassificazione a sofferenza.

Le forme di supporto finanziario variano molto in base all'esigenza e al tipo di istituto concedente ma le più frequentemente utilizzate in ambito *distressed* sono le seguenti:

### *Supporto all'equity*

Si tratta di interventi destinati a stabilizzare la situazione patrimoniale e finanziaria delle imprese, realizzabili quando si ritiene che il business sia valido e che pertanto sia possibile recuperare valore d'impresa.

L'intervento nella maggior parte dei casi si sostanzia mediante l'utilizzo delle seguenti forme tecniche:

- operazione straordinaria di aumento di capitale a pagamento mediante versamento di denaro;
- conversione di crediti in partecipazioni sociali;
- obbligazioni e/o finanziamenti convertibili in azioni;
- prestiti obbligazionari subordinati;
- emissione di strumenti finanziari partecipativi (c.d. "SFP") ai sensi dell'art.2346, co. 6, del Cod. Civ.

#### *Supporto al debito a medio-lungo termine per investimenti*

Con l'utilizzo di strumenti di finanziamento a medio-lungo termine quali:

- emissione di obbligazioni "ordinarie" ai sensi dell'art. 2412 Cod. Civ.;
- emissione di c.d. "mini bond" ai sensi del D.L. n. 83 del 2012;
- emissione di c.d. "high yield bond";
- rinegoziazione e/o concessione di nuovi finanziamenti a medio-lungo termine;
- ricorso a finanziamenti con contestuale garanzia emessa da SACE, dal Fondo di Garanzia PMI ovvero altro incentivo, ove applicabili.

#### *Supporto al circolante e al debito di breve termine*

Le maggiori forme di sostegno finanziario a supporto del circolante e quindi a favore della continuità dell'attività caratteristica dell'impresa sono:

- il factoring, strumento rilevante al fine di migliorare le performance d'incasso, di gestione del rischio di credito e di ottimizzazione dei costi operativi, nel contesto di operazioni mirate a smobilizzare i crediti commerciali e generare liquidità dagli stessi;
- le linee di credito a breve termine, rilasciate mediante affidamenti in conto corrente anche attraverso l'anticipo di fatture commerciali;
- l'emissione di cambiali finanziarie, ai sensi della L. n. 43 del 1994;
- finanziamenti nel contesto di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della L. 130 del 1999.

### *Finanziamenti erogati nel contesto di strumenti di risanamento della crisi aziendale*

Si tratta di finanziamenti concessi in funzione dell'accesso a procedure di risanamento aziendale, ovvero finalizzati a garantirne l'esatta esecuzione ai sensi della L.F.; l'erogazione di finanza in tali contesti di ristrutturazione può godere di particolari benefici quali l'esenzione da revocatoria, nonché mitigazione dei rischi penali e riconoscimento del beneficio della prededuzione in caso di successiva liquidazione giudiziale.

Nel dettaglio, il fondo adotta una politica di step-in (convertendo il debito in equity ed entrando nella governance, sostituendo quindi il management precedente, adottando un nuovo piano, prevedendo nella maggior parte dei casi l'emissione di nuova finanza). Normalmente la nuova finanza richiede un contesto legale favorevole (accordi di ristrutturazione del debito ai sensi dell'art. 182 bis L.F.) ed una particolare attenzione al profilo di cassa del piano nei 12/18 mesi successivi all'introduzione di nuova finanza. Con lo step-in si cerca di riallineare gli interessi del debitore a quelli del fondo. Normalmente l'imprenditore non è escluso dalla governance e gli è data la possibilità di partecipare all'evento di liquidità ancorché nel rispetto della classica gerarchia: nuova finanza; credito originario; imprenditore.

La tabella riportata di seguito riassume i possibili strumenti a disposizione del sistema:

TIPOLOGIA DI FINANZIAMENTO		NATURA	ESENZIONE DA REVOCATORIA	ESENZIONE DA BANCAROTTA	PREDEDUZIONE
ACCORDO EX ART. 67 LF	FINANZIAMENTI IN ESECUZIONE DEL PIANO ATTESTATO DI RISANAMENTO	STRAGIUDIZIALE	SI	SI	NO
ACCORDO EX ART 182 BIS LF	FINANZIAMENTI IN FUNZIONE (ART. 182 QUATER, 1 CO)	GIUDIZIALE	SI	SI	SI
	FINANZIAMENTI FUNZIONALI ALLA MIGLIORE SODDISFAZIONE DEI CREDITORI (ART. 182 QUINQUIES, 1 CO)	GIUDIZIALE	SI	SI	SI
	FINANZIAMENTI FUNZIONALI A URGENTI NECESSITA' RELATIVE ALL'ATTIVITA' D'IMPRESA (ART. 182 QUINQUIES, 3 CO)	GIUDIZIALE	SI	SI	SI

### ***Il turnaround***

Gli NPL sono suddivisi in più classi, caratterizzate da diversi gradi di inadempienza e rischio per la banca. La categoria dei crediti Unlikely to pay assume un ruolo importante nel sistema perché, a differenza dei crediti inesigibili, presenta una probabilità non trascurabile di tornare in bonis. La ripresa di un'azienda classificata come UTP implica che è stata trovata una



soluzione al disagio del debitore, con effetti positivi per l'economia reale in termini di produzione e occupazione, per la stabilità finanziaria in termini di imprese meno vulnerabili e per le banche che vedono ridurre l'ammontare dei crediti deteriorati e dei relativi accantonamenti nei bilanci.

Rilevare i fattori che influiscono sulla probabilità di ripresa di un'impresa classificata come UTP può essere utile per valutare l'adeguatezza delle perdite attese dalle banche e per individuare possibili misure private e pubbliche che possano aumentare la probabilità di un ritorno in bonis.

Secondo uno studio di Banca d'Italia del 2021<sup>62</sup>, la probabilità che un'impresa UTP torni in bonis entro tre anni mutua molto in base al periodo preso in considerazione, alle caratteristiche del prestito e dell'impresa, infatti si passa dal 10,6% nel 2013 al 16,5% nel 2016.

La probabilità che un'impresa classificata UTP torni ad essere finanziariamente sana è associata negativamente alla sua dimensione e al valore assoluto del debito totale, mentre è positivamente correlata alla sua dotazione di capitale. La redditività dell'impresa, l'età e il rapporto tra debito garantito e debito totale sono fattori che positivamente influenzano la probabilità di ritorno allo stato in bonis. La posizione geografica delle imprese e il settore di attività economica sono parametri altrettanto importanti, infatti le imprese UTP del Nord Italia hanno maggiori probabilità di tornare allo stato in bonis rispetto a quelle del Centro e del Sud. Le imprese edili hanno invece meno probabilità di riprendersi rispetto ad imprese operanti in altri settori. La probabilità di ripresa di un'impresa UTP è anche associata naturalmente all'esposizione finanziaria complessiva rispetto al sistema e quindi al numero e alle caratteristiche delle banche finanziatrici, in ogni caso gli effetti economici legati alle caratteristiche della banca sono inferiori rispetto all'entità degli effetti legati alle caratteristiche dell'impresa.

A seconda della specifica situazione concreta che caratterizza il debitore, il creditore finanziario potrà optare per differenti soluzioni finalizzate al massimizzare il valore recuperabile dal credito. Ciascun percorso di risanamento che precedentemente ho esaminato per singoli casi, nell'ambito delle rispettive peculiarità e regole procedurali applicabili, può essere suddiviso, quantomeno, nelle seguenti fasi:

---

<sup>62</sup> Paper Number 601 – February 2021 - Return of the NPLs to the bright side: which Unlikely to Pay firms are more likely to pay? by Massimiliano Affinito and Giorgio Meucci

- una fase iniziale, in cui il creditore finanziario analizza e valuta, di concerto con il debitore, le possibili alternative percorribili con riferimento al proprio indebitamento, tenendo in considerazione le tempistiche e l'importo stimato da recuperare;
- una fase di avvio di un formale "tavolo di ristrutturazione", durante la quale il debitore coinvolge i principali stakeholders tra cui, evidentemente, anche i maggiori creditori finanziari nelle trattative e nello sviluppo di un percorso di ristrutturazione;
- una fase di implementazione dello strumento di ristrutturazione prescelto, con l'eventuale sostegno, anche mediante immissione di nuove risorse finanziarie, dei creditori rilevanti;
- infine, una fase esecutiva in cui i creditori finanziari devono monitorare e valutare, tempo per tempo, la corretta e completa esecuzione del percorso di ristrutturazione prescelto.

Spesso gli operatori specializzati, tra cui i fondi d'investimento, optano per acquistare da più istituti crediti vantati nei confronti della stessa società al fine di ottenere vantaggi nel processo di risanamento. Venendo concentrata la larga maggioranza dell'esposizione in capo a un unico soggetto si semplifica il processo di rinegoziazione del credito, garantendo al cessionario un forte potere negoziale nella predisposizione del percorso di risanamento, sveltendo notevolmente l'iter decisionale ed approvativo. Inoltre, la transazione del soggetto creditore da una banca ad un istituto specializzato assicura alcuni vantaggi tra cui:

- la possibilità di erogare nuova finanza senza dover procedere ad accantonamenti;
- non dover sottostare interamente ai vincoli della legge bancaria;
- il poter esercitare un ruolo attivo ed eventualmente assumere il controllo della società;
- avere una minore esposizione in termini di immagine e poter affrontare e gestire con minori difficoltà le eventuali azioni impopolari che si rendono necessarie nell'attuazione dell'intervento.

Ristrutturare un'azienda è sempre un lavoro di squadra perché servono tante e differenti competenze di cui molte devono venire dall'esterno perché per realizzare dei mutamenti efficaci e duraturi nel tempo è necessario integrare e rinforzare il management già interno all'azienda. Nel proseguo mi soffermerò su alcuni dei principali attori coinvolti nel processo:

- Investitore e/o finanziatore: nelle fasi iniziali, come è già stato parzialmente visto, l'investitore assume un ruolo chiave nel processo. Il primo contributo fondamentale è la possibilità di apportare la nuova finanza scavallando le limitazioni imposte alle banche cedenti. Inoltre, l'investitore ha l'interesse e la facoltà di intervenire in tempi

rapidi utilizzando la forza contrattuale che gli deriva dalla scadenza del debito o dallo status UTP del debitore.

Per quanto riguarda le operazioni “single name”, solitamente l’investitore seleziona l’azienda su cui investire da un portafoglio di crediti proposto dalla banca cedente, in base alle potenzialità del business. Fin dalle prime fasi di valutazione del credito l’investitore definisce una strategia per massimizzare il recupero e, se l’impresa avesse le caratteristiche adatte ad avviare un processo di risanamento, viene stabilito un budget di nuova finanza da investire e si procede a prendere i primi contatti con gli stakeholders.

In un secondo momento l’investitore solitamente negozia con la proprietà un accordo per lo “step in” sull’equity che può prevedere che l’imprenditore uscente mantenga una quota residuale nel capitale e un accordo con i creditori per il riscadenziamento e/o stralcio del debito pregresso in funzione delle garanzie e dell’ordine di privilegio. È comune che in questa fase vengano presi accordi per l’emissione di SFP che consentano di partecipare agli eventuali upside del progetto (accordi di waterfall).

Infine, l’istituto cessionario eroga la nuova finanza con modalità protette e al momento dell’exit la nuova finanza sarà la prima voce ad essere rimborsata.

- Financial advisor, che spesso è rappresentato da un commercialista o da una società di consulenza specializzata: riporto di seguito le principali azioni di cui è responsabile il financial advisor:
  - Monitoraggio dei flussi di cassa a breve (di prassi 13 settimane): si tratta della prima attività da svolgere perché consente di capire la gravità nonché la natura della crisi e di quanto tempo si dispone per intervenire.
  - Previsione “As is” dei flussi di cassa a 12 mesi: è l’analisi che permette di configurare i primi scenari dell’intervento valutando diversi piani di rientro; inoltre consente di capire se la gestione operativa, in assenza di interventi, assorbe o genera cassa.
  - Individuazione delle linee guida del piano: si tratta di implementare un elenco delle azioni di ristrutturazione industriale che si pianifica di apportare, con integrata una stima dei tempi necessari al compimento del piano, delle spese di procedura da sostenere e dei benefici perseguibili. Sicuramente uno degli

obiettivi di questa fase del processo è dimensionare le possibili oscillazioni di Ebitda ed il fabbisogno di nuova finanza.

- Analisi puntuale dell'indebitamento: ogni debito deve essere analizzato nel dettaglio per quanto attiene l'importo, la natura, le garanzie, l'ordine di privilegio e tutte le specifiche necessarie. Dopodiché dovrà essere definito il relativo trattamento ai fini della ristrutturazione.
- Individuazione del fabbisogno di nuova finanza: la nuova finanza dev'essere calcolata in maniera minuziosa considerando il fatto che deve coprire il fabbisogno per investimenti ed oneri di ristrutturazione, eventuali perdite nelle fasi iniziali del piano ed il fabbisogno di capitale circolante generato da un eventuale ripresa del fatturato. Il piano deve anche prevedere che, per ridurre il fabbisogno di nuova finanza, vengano liquidati gli assets non strategici.
- Costruzione del modello di simulazione finanziaria e del documento di piano: si tratta dell'attività tipica dell'advisor finanziario e necessita di metodo e competenza. Sin dall'inizio occorre procedere secondo le logiche ed i criteri che verranno seguiti dall'attestatore e nel rispetto dei principi di attestazione, a tal fine è conveniente coinvolgere l'attestatore fin dalle fasi iniziali della costruzione del piano per discuterne anticipatamente l'impostazione.
- Chief Restructuring Officer (CRO): è una figura chiave per:
  - mantenere un corretto equilibrio tra gestione straordinaria e ordinaria;
  - proporre un ruolo veramente “*temporary*” imperniato sulla risoluzione dell'emergenza (la messa in sicurezza dell'azienda) e che non condiziona necessariamente, nel lungo periodo, l'organigramma aziendale.

Di seguito si riporta una tabella che riassume i principali compiti in capo al CRO:

<i>gestione ordinaria</i>	<i>gestione straordinaria</i>	<i>cause della crisi da fronteggiare</i>	
<b>gestione caratteristica o gestione tipica</b>	<i>interlocuzione con istituti che erogano "nuova finanza"</i>	<b>cause economiche</b>	<i>Eventi esterni non governabili</i>
<b>gestione accessoria</b>	<i>riconversioni/cessazioni di aziende</i>		<i>Mutamenti strutturali del mercato</i>
<b>gestione finanziaria</b>	<i>riduzioni/ricollocazioni di personale</i>		<i>Eventi esterni non governabili puntuali</i>
<b>gestione fiscale</b>	<i>negoziazioni con creditori, organizzazioni sindacali ed altre controparti istituzionali</i>		<b>Colpa</b>
	<i>accesso a procedure concorsuali e/o di moratoria con creditori</i>		<b>Dolo</b>
	<i>interlocuzione con organi giudiziari</i>		...
	<i>interlocuzione con istituti che erogano "nuova finanza"</i>	<b>cause finanziarie</b>	<i>disequilibrio tra debito, livello di capitale, redditività e flussi di cassa (PFN/Mezzi Propri; PFN/Ebitda; PFN/cash flow)</i>
	...		<i>scorretto bilanciamento tra indebitamento a breve e lungo</i>
			<i>divergenza dei flussi di cassa effettivi rispetto al piano di rimborso</i>
			<i>riduzione fidi per autoliquidante ed altre linee da parte del ceto creditizio</i>
			...

Il CRO ha il dovere di affrontare la crisi tramite un approccio diverso, mirato alla gestione del cambiamento, sia per la gestione ordinaria che per quella straordinaria. L'approccio dev'essere metodologico e psicologico, iniziando sin da subito con la messa in sicurezza dell'azienda, avendo come obiettivo la riconquista della fiducia dei diversi stakeholders dell'azienda, elemento imprescindibile per la buona riuscita di ogni processo di risanamento.

Il CRO non deve necessariamente avere competenze specifiche di settore, almeno nella fase di messa in sicurezza dell'azienda. In questa fase, infatti il CRO è soprattutto "l'Amministratore delegato della crisi" e, operando a stretto contatto con il team di advisor nella redazione del piano di risanamento, supervisiona e comunica con una serie di professionisti ed interlocutori (advisor legali e finanziari, commissari giudiziari, asseveratori, periti, ecc..) con cui il management dell'azienda non ha dimestichezza. Il CRO quindi dev'essere in grado di gestire con capacità la divisione dei compiti all'interno del team dedicato al risanamento.

La crisi aziendale comporta un deficit di credibilità da parte del management aziendale nei confronti degli stakeholders e al fine di recuperare, almeno in parte, tale credibilità il CRO deve mostrare totale indipendenza ed effettuare proposte credibili e praticabili, per esempio:

- preservando la parte sana del business per predisporla al rilancio. La prospettiva di cessare e/o cedere tali attività spesso può essere vista come una soluzione estrema per azionisti, management e dipendenti.
- Tutelando dipendenti e creditori. Il risanamento comporta un sacrificio per tutti gli stakeholder e tale sacrificio deve essere percepito come equo.
- Mettendo l'azienda in condizione di valutare tutte le possibili soluzioni strategiche.

Una volta terminata la fase istruttoria e aver limato tutti i dettagli dell'operazione si passa all'esecuzione del piano. Il financial advisor, avendo terminato il suo compito, si defila dal progetto e gli altri soggetti responsabili della buona riuscita del piano devono collaborare assumendo ruoli diversi:

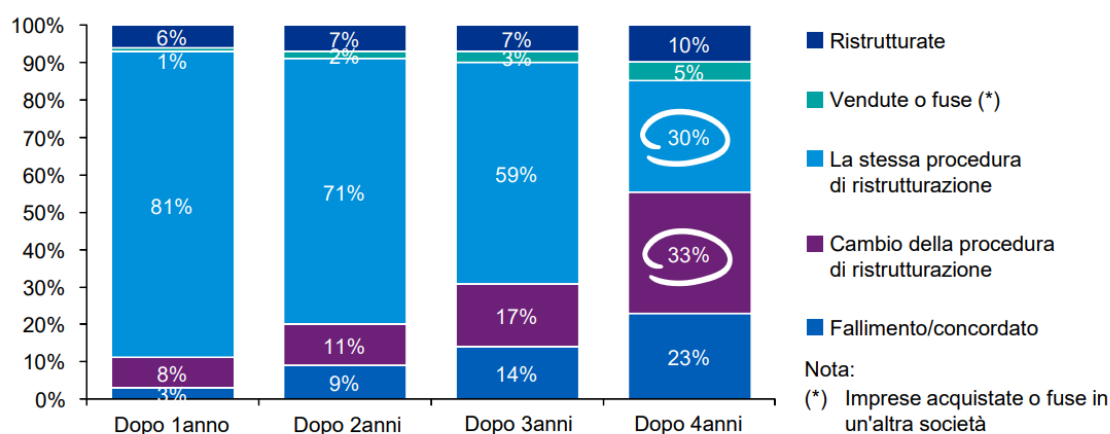
- il CRO mantiene il ruolo di principale responsabile per la gestione e per l'implementazione degli interventi previsti;
- l'investitore svolge invece il ruolo fondamentale di monitoraggio professionale dell'attività del CRO e con un dialogo costante verifica che la gestione prosegua correttamente nel solco dell'esecuzione del piano.

L'acquirente di crediti classificati UTP è per definizione un investitore finanziario e con il ritorno in bonis dell'azienda e il completamento del piano di ristrutturazione raggiunge l'obiettivo di massimizzazione del valore: un'azienda risanata presenta di norma un EBITDA decisamente superiore a quello prodotto all'avvio del progetto di risanamento e l'azienda torna ad essere valutata sulla base di multipli di EBITDA tipici del settore per le aziende in bonis. Il risanamento produce quindi un doppio effetto, il primo sul valore assoluto della marginalità e il secondo sul multiplo, il che consente all'investitore un eccellente ritorno sul capitale investito.

Con il ritorno dell'azienda ad uno stato solvibile è possibile avviare il processo di exit il quale può richiedere anche 12/18 mesi al fine di massimizzare il valore senza scadenze pressanti che potrebbero danneggiare la negoziazione. Una volta conclusa la fase di ristrutturazione è frequente anche che la squadra che ha realizzato il salvataggio venga modificata con l'inserimento di risorse più adatte a farsi carico dell'ulteriore sviluppo dell'azienda.

Un recente studio<sup>63</sup>, condotto da *KPMG Advisory*, ha portato alla luce alcuni importanti risultati, che riassumo di seguito con il supporto di alcuni grafici.

La prima evidenza che è possibile rilevare dallo studio è che le procedure di ristrutturazione non hanno ancora avuto un impatto decisivo sul sistema economico nazionali. Infatti, dopo 4 anni dalla prima ristrutturazione, solo il 10% delle imprese risultano ristrutturate con successo. Questo è sintomo della necessità di migliorare le pratiche di restructuring e incrementare le competenze in capo ai soggetti preposti all'operazione.



Fonte: Osservatorio Fallimenti Procedure e chiusure d'impresa (agg marzo 2021) - Cerved

Gli analisti di KPMG nel proseguo dello studio esplicitano alcuni fattori che, per la loro natura, possono essere considerati driver primari affinché le operazioni di ristrutturazione vengano portate avanti con successo. Alcuni di essi sono i seguenti:

- Attivismo degli investitori: gli investitori, che nella maggior parte dei casi sono affiancati da società specializzate nel servicing, devono assumere un ruolo più attivo nella gestione con una logica, non opportunistica, di affiancamento alle aziende durante tutto il percorso di risanamento e creazione di valore;
- Efficacia dei Professionisti e dei Tribunali: devono essere impostati dei processi di ristrutturazione più snelli e rapidi (anche attraverso l'introduzione del nuovo CCI) per facilitare l'immissione di nuova finanza (ed equity) ed accelerare la gestione delle tempistiche delle procedure;

<sup>63</sup> Kpmg: Le prospettive del mercato del restructuring, 2021

- Imprenditori: capacità da parte degli imprenditori a far emergere in maniera anticipata la situazione di crisi e a condividere sin da subito il percorso di risanamento e rilancio con investitori specializzati;
- Manager: disponibilità di manager qualificati, in grado di accompagnare imprenditori ed investitori, trattenendo e valorizzando le migliori risorse aziendali.

### ***La liquidazione del credito***

La continuità aziendale e il risanamento d'impresa sono per gli operatori finanziari e per le imprese stesse le soluzioni maggiormente desiderate, purtroppo però non è sempre perseguibile un percorso ristrutturativo e le soluzioni alternative sono spesso più drastiche e meno redditizie per l'investitore.

Riferendomi in particolare a quelle società delineate come “gone”, la strategia di recupero non può che presupporre che i flussi di cassa operativi del debitore (se presenti) cessino e che il rimborso si basi su uno scenario di liquidazione, nella maggior parte dei casi ordinata e consensuale con il debitore, con attività di cessione degli assets ed escussione delle garanzie.

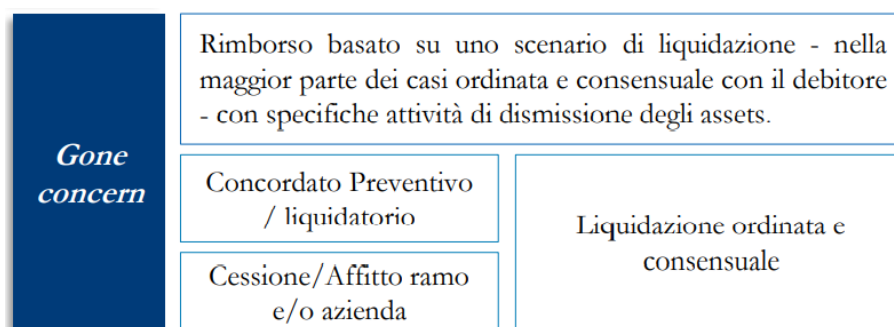
Il ruolo del cessionario/investitore sarà quello di:

- monitorare l'andamento dei concordati/liquidazioni già in essere al momento dell'acquisizione del credito;
- avanzare e vagliare diverse strategie applicabili al fine di individuare la miglior strategia di valorizzazione a seconda del livello di distress raggiunto dal debitore;
- collector/asset manager, anche con il supporto di competenze di recupero stragiudiziali.

Al momento dell'acquisto del credito si definisce un prezzo anche alla luce della strategia che si intende perseguire. Non si esclude però che, a causa di eventi esterni o semplicemente per esigenze di cassa, si debba velocizzare il processo di recupero attivando le garanzie e/o liquidando gli asset al fine di rimborsare il debito. Questa fattispecie viene sempre considerata e valutata in fase di acquisizione formando il floor al prezzo di acquisto del credito.

Di seguito riporto un breve tabella con le possibili strategie liquidatorie per affrontare uno scenario “gone concern”:





### ***Il mercato italiano del credito UTP***

A causa della pandemia da COVID-19 l'importanza della gestione del credito UTP è stata ulteriormente evidenziata. I crediti UTP nei bilanci delle banche italiane hanno raggiunto un volume pari a 41 miliardi di euro nel 2021, con una riduzione complessiva di ca. 70% rispetto al 2014 (picco di 131 miliardi di euro). La quota di esposizioni oggetto di *forbearance measures*<sup>64</sup> ("Forbearance ratio") è stato quasi stabile negli ultimi anni (53% del totale delle esposizioni UTP, sempre nel range 49%-53% negli ultimi 4 anni).

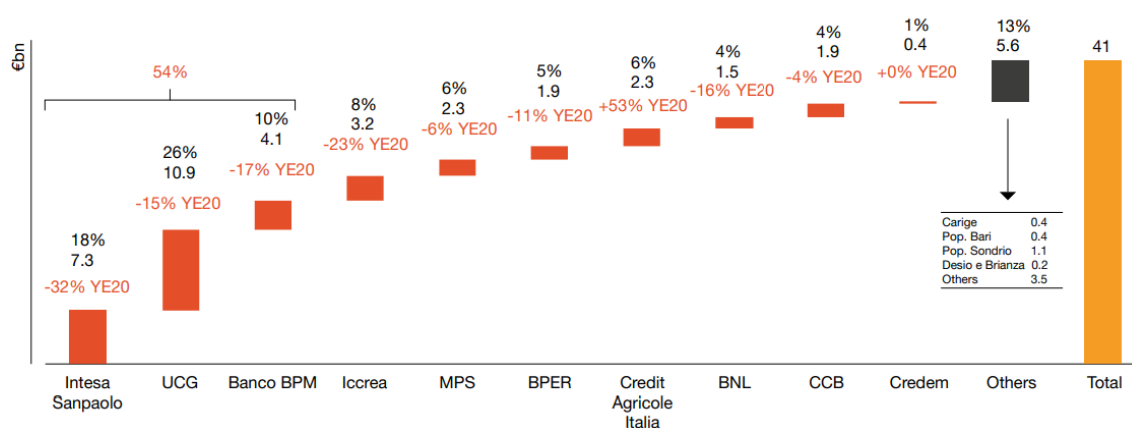
È sempre più chiaro come il mercato UTP si stia muovendo verso nuove trasformazioni, dove esternalizzare la gestione a Servicer specializzati potrebbe essere un fattore chiave per aiutare le banche nelle loro strategie di *deleveraging*, migliorando le metriche di raccolta e facilitando così la vendita di portafogli.

Come per le sofferenze, i crediti classificati UTP delle banche italiane sono diminuiti da 128 miliardi di euro nel 2015, a meno di un terzo alla fine del 2021 (41 miliardi di euro). Il grafico illustrato di seguito evidenzia come 35,8 miliardi di euro dei 41 miliardi di euro appena citati sono all'interno dei bilanci delle 10 banche italiane più importanti. Tali banche, anche se con un ritmo leggermente più lento rispetto agli ultimi anni, stanno proseguendo con il loro *deleveraging plan*. Il grafico sottostante mostra come sono suddivisi i 35,8 miliardi di euro di crediti UTP tra le top 10 banche italiane, confrontando anche il volume di UTP nel 2021 con l'anno precedente. Da tale analisi si evince che le prime 3 banche italiane (Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banco BPM) possiedono più della metà dei titoli UTP in circolazione (54%).

<sup>64</sup> misure di ristrutturazione ("forbearance measures") nella forma di concessioni (o dilazioni) da parte della banca al debitore in difficoltà finanziaria. La concessione interviene nel contratto modificando le precedenti condizioni contrattuali, che si presumono non rispettate a causa della difficile situazione finanziaria del debitore.

Più in dettaglio:

- Credit Agricole Italia ha aumentato significativamente lo stock di UTP rispetto al 2020 (+53%), con uno stock totale di 2,3 miliardi di euro nel 2021.
- Intesa Sanpaolo ha registrato il maggior decremento di stock di UTP (-32%), rispetto alle altre 9 banche, giungendo a quota 7,3 miliardi di euro nel 2021.
- UniCredit resta la banca con la quantità più alta di crediti UTP (10,9 miliardi di euro), nonostante una riduzione del 15% rispetto l'anno precedente.



Source: PwC analysis of financial statements and analysts' presentations. The list of Top 10 Italian Banks is based on the Total Asset as of YE-2021.

Il 2021 ha confermato il trend decrescente delle esposizioni classificate come UTP tra le prime 10 Banche italiane. Il grafico di seguito riportato mostra la composizione dell'intero portafoglio UTP e gli afflussi e deflussi che si sono manifestati negli ultimi due anni per ogni singola voce. È evidente che lo stock complessivo di UTP è diminuito di circa il 20% nel periodo, con una differenza costante tra deflussi e afflussi di ca. -5 miliardi di euro all'anno. La componente principale dei deflussi è il cluster "Altri deflussi" (voce che comprende le vendite e le svalutazioni), che anche se in lieve calo rispetto l'anno precedente, registra un impatto di -17% sul totale dell'ammontare.

Inoltre, i crediti UTP che hanno mantenuto uno stato stabile dopo un anno è circa il 51% dello stock totale. Nei prossimi anni, le banche dovranno concentrare le loro forze sul mantenere costante questa proporzione che, se dov'esse aumentare potrebbe essere un segnale di un ulteriore deterioramento della qualità del credito. Un incremento del volume dei crediti a sofferenze, al contrario, se dovesse aumentare potrebbe indicare un mancato rispetto dei termini del *Calendar Provisioning*.

Da qualche anno è chiaro come, considerando anche il numero crescente di Servicer partecipanti al mercato e l'aumento delle transazioni, il mercato degli UTP si stia dimostrando molto appetibile per gli investitori.

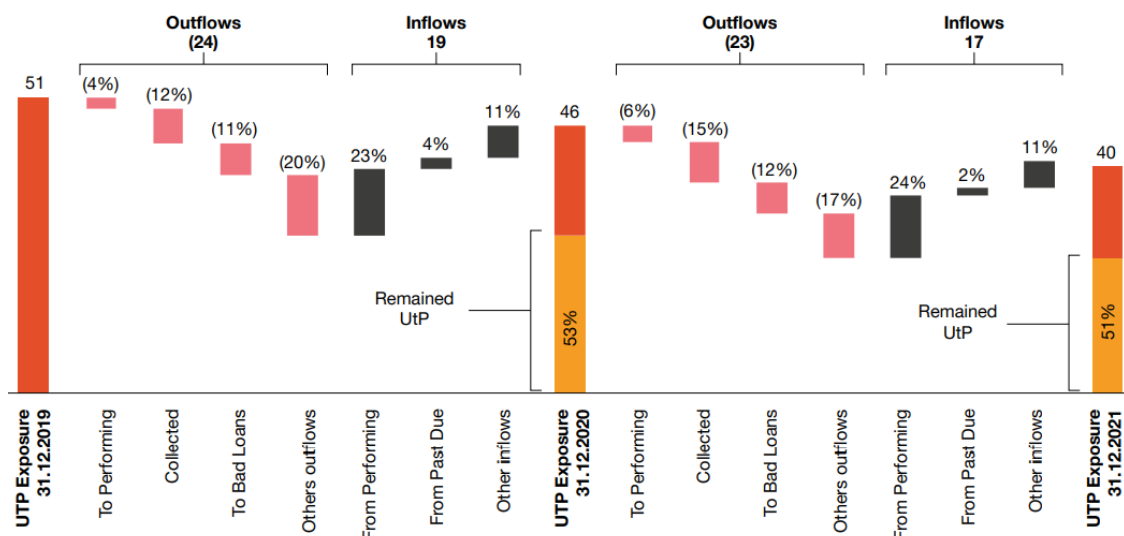
Le banche italiane di maggiori dimensioni stanno continuando con l'attività di *deleveraging*: a partire dal 2016, oltre 50 miliardi di euro di UTP sono stati venduti (di cui circa 23 miliardi di euro sono portafogli misti) e concentrandosi sul primo semestre 2021, sono state chiuse operazioni su crediti UTP dal valore di c.a. 10 miliardi di euro (di cui 0,2 miliardi di euro di UTP puri e per il resto portafogli misti). La strategia di *deleveraging* sugli UTP perseguita dalle Banche sembra non essere costruita esclusivamente sull'opzione binaria "hold vs sell"; infatti le principali banche hanno già firmato accordi strategici a lungo termine con servicer specializzati in gestione di crediti problematici, sia per quanto riguarda lo stock attuale all'interno dei bilanci, sia per i crediti UTP prospettici. Il beneficio in questo rapporto commerciale può essere visto da entrambe le parti:

- (i) le banche vedono diminuire rapidamente l'ammontare di crediti UTP nei loro portafogli, recuperando velocemente l'investimento senza sostenere costi;
- (ii) i Servicer vedono aumentare l'AuM che gli consente di aver maggior accesso ai flussi futuri, al fine di creare un'economia di scala e permettere una pianificazione per il futuro.

La tendenza, confermata anche dalla partnership commerciale tra Intesa e UniCredit con Prelios<sup>65</sup>, è quella appunto di creare dei legami a lungo termine per avviare un meccanismo sistemico a beneficio di tutti gli attori che ne prendono parte.

---

<sup>65</sup> Società specializzata nella gestione crediti con focus sui crediti NPE



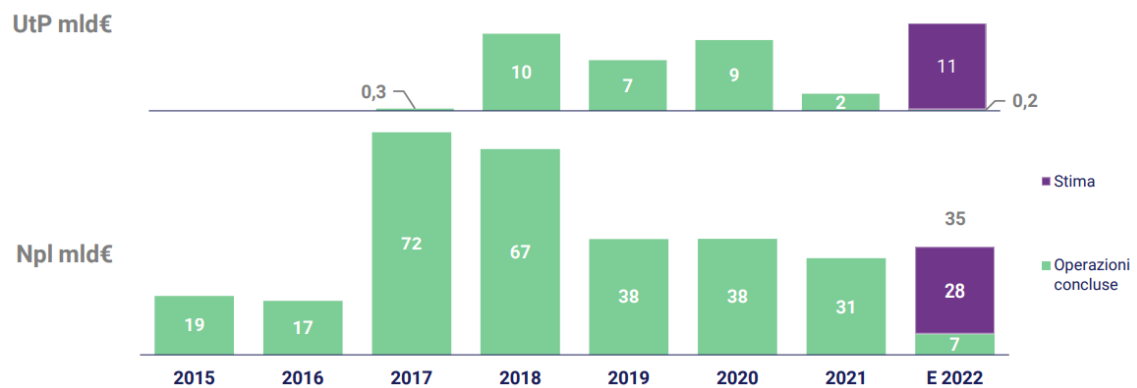
Source: PwC analysis on financial statements and analysts' presentations; Financial statements as of YE-2021.

Lo sviluppo del mercato secondario del credito è un driver di efficienza, sintomo di maturità del settore. In effetti alla luce dei dati forniti da uno studio condotto da Banca IFIS<sup>66</sup>, il mercato secondario sembra aver sempre più forza ogni anno che passa: le transazioni di crediti NPL nel 2021 si sono chiuse a circa 31 miliardi di euro, mentre le maggiori operazioni su crediti UTP sono state tutte posticipate al 2022. Le operazioni su portafogli UTP procedono a ritmo ridotto rispetto l'andamento degli anni precedenti, evidenziando un sostanziale «stand-by» da parte degli operatori, probabilmente a causa dell'incertezza indotta dal contesto internazionale

Di seguito è riportato un grafico che in dettaglio rappresenta l'andamento del mercato dal 2015 sino ad oggi con una stima per l'anno in corso.

<sup>66</sup> Banca IFIS, Market Watch NPL, Maggio 2022

TREND MERCATO NPL, UTP E PIPELINE – MLDE DI GBV E PERCENTUALI



FONTE: Npl Market Database di Banca Ifis – Notizie e comunicati stampa – Analisi interne Banca Ifis

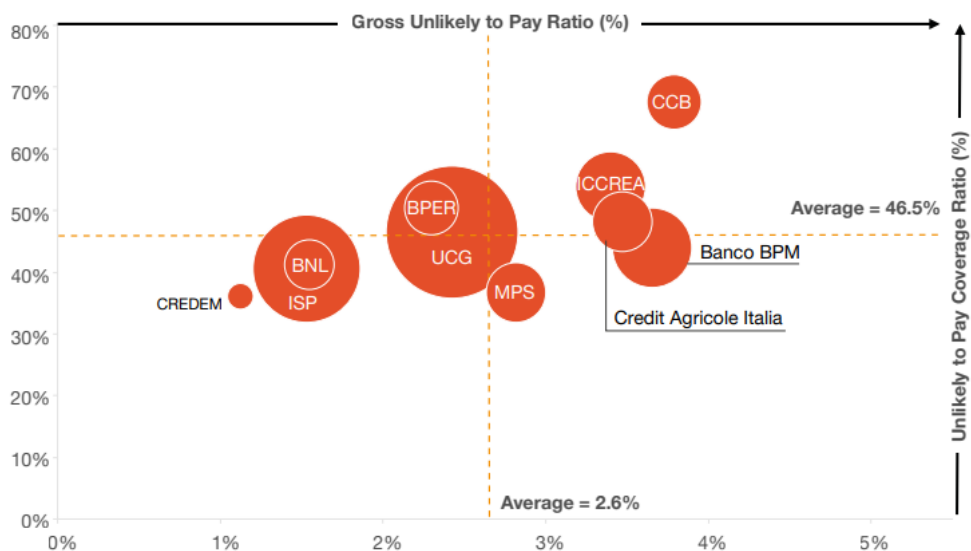
Gli analisti di Banca IFIS, inoltre, forniscono un piano delle operazioni che prevedono vengano chiuse nel corso del 2022, risaltando ancora una volta l’attivismo delle principali Banche italiane. La pipeline 2022 delle operazioni su UTP è pari a 11,4 miliardi di euro. Il valore elevato deriva, come già precedentemente rilevato, da alcuni deal posticipati dal 2021.

Venditore (Originator)	Progetto	mld€ GBV
Monte dei Paschi di Siena	Cessione	2,5
Intesa Sanpaolo	Prelios	3,0
Monte dei Paschi di Siena	Cessione	2,5
Multi-Originator	Cuvèe	1,5
Multi-Originator	n.d.	0,4
Unicredit	Dawn	0,4
Unicredit	Sandokan II	1,2
Banco BPM	(n.d.)	1,0
Iccrea Banca	(n.d.)	0,5
Credit Agricole	(n.d.)	0,4
Gruppo Carige	Messina	0,3
Banche popolari (Luzzatti)	(n.d.)	0,2
<b>Totale pipeline 2022</b>		<b>11,4</b>

FONTE: Npl Market Database di Banca Ifis – Notizie e comunicati stampa – Analisi interne Banca Ifis.

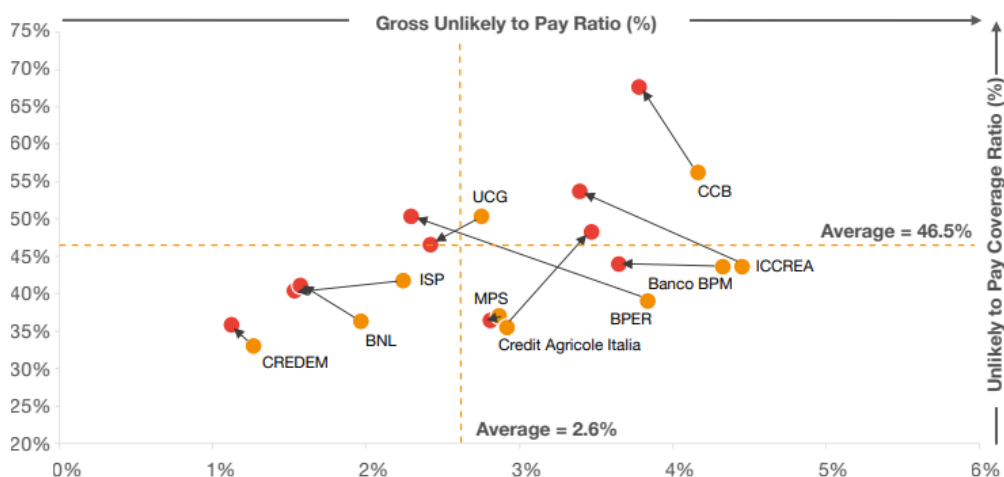
Ulteriori parametri che possono fungere da indicatori prospettici sulle future operazioni che le principali banche italiane svilupperanno sono: Unlikely to Pay ratio e Unlikely to Pay Coverage ratio. Il primo è la percentuale dei crediti classificati come UTP su tutta la somma di crediti che una banca vanta rispetto la totalità dei suoi creditori, mentre il secondo è il rapporto tra gli accantonamenti a copertura delle esposizioni UTP e il totale dei crediti classificati come tali.

Come mostra il grafico seguente la media dell'Unlikely to Pay ratio tra le banche considerate è del 2,6% (più alto rispetto alla media del Gross Bad Loans ratio che si ferma a 1,9%), con Cassa Centrale Banca che mostra il valore più alto (arrivando al 3,8%) mentre Credem mostra quello più basso (1,1%). La media dell'Unlikely to Pay Coverage ratio è del 46,5%: CCB è anche qua, come previsto, al primo posto con il 67,7% e Credem in fondo con il 36,0%.



Source: PwC analysis on financial statements and analysts' presentations; Financial statements as of YE-2021. Data affected by different write-off policies

Soffermandosi sul prossimo grafico è evidente che quasi tutti le prime 10 banche italiane stanno sperimentando nuove tecniche al fine di diminuire l'Unlikely to Pay ratio (ad eccezione di Credit Agricole Italia che, a causa dell'inclusione della fusione intervenuta con Creval, è l'unica banca tra le top 10 ad aver registrato un aumento di +0,5 pp rispetto al 2020). Il grafico mostra inoltre che l'Unlikely to Pay Coverage ratio è diminuito per 3 delle 10 banche (Intesa Sanpaolo, Unicredit e MPS) e aumentato per le altre 7 (Banco BPM, ICCREA, BPER, Credit Agricole Italia, BNL, CCB e CREDEM).



Source: PwC analysis on financial statements and analysts' presentations; Financial Statements as of YE-2020 (yellow) and YE-2021 (red). Data affected by different write-off policies.

Queste evidenze empiriche permettono di cogliere le strategie di *deleveraging* delle diverse banche e di poter prevedere l'evoluzione del mercato nel futuro prossimo.

Sicuramente nei prossimi anni saranno diverse le sfide che il settore della gestione del credito deteriorato dovrà affrontare e molte di esse saranno sostenibili solo tramite drastiche trasformazioni industriali.

I servicers specializzati dovranno avere due priorità principali su cui concentrarsi: i) valorizzare il più possibile l'AuM attraverso la massimizzazione della recovery, l'aumento della produttività, il controllo dei costi e il passaggio a un modello ad alta intensità tecnologica ii) monitorare e stare al passo con l'evoluzione della disciplina, che è sempre in divenire, attraverso la diversificazione dei ricavi e l'espansione della base degli investitori.

Inoltre, il settore della gestione del credito svolgerà un ruolo fondamentale a sostegno dell'economia reale. La pandemia e la crisi Russia-Ucraina hanno fortemente indebolito finanziariamente molte società, con conseguente generazione di nuovi flussi di credito deteriorato, principalmente classificato come UTP, per piccole/medie imprese appartenenti ai settori più danneggiati dalla crisi.

Alla luce del contesto regolamentare attuale (soprattutto in relazione al *Calendar Provisioning* imposto alle banche) le banche non potranno più comportarsi come durante le crisi nel passato affrontate, quindi accumulando crediti deteriorati sui libri contabili per anni attendendo di smaltirli tramite soluzioni d'emergenza come ad esempio le GACS. Nel contesto attuale questo genere di esposizioni dovrà essere gestito rapidamente e seguendo

una logica finanziaria (come già precedentemente illustrata) ma, soprattutto, industriale (da “gone concern” a “going concern”).

### *Le prospettive del credito*

Il 2021 è stato caratterizzato da livelli di deterioramento dei crediti molto inferiori rispetto agli ultimi 10 anni (2,1%) anche e soprattutto grazie all'intervento di misure eccezionali adottate dalle autorità di vigilanza e dai governi nazionali. Col venir meno di tali misure è previsto che i tassi di deterioramento torneranno a salire rapidamente fino a una soglia del 3,8% nel 2022, per poi calare nuovamente nel 2023, quando l'incidenza dei flussi di nuovi prestiti in default sul totale dei prestiti in bonis si attesterà al 3,3%.

Le dinamiche di deterioramento del credito variano molto a seconda della tipologia di impresa. ABI<sup>67</sup>, nel report che pubblica annualmente sui crediti deteriorati delle imprese, ha stimato<sup>68</sup> l'andamento dei tassi di deterioramento rispetto ai livelli pre-Covid per diverse categorie di imprese.

In base alla dimensione:

- microimprese dal 3,1% del 2019 al 3,6% del 2023;
- piccole imprese dal 2,1% del 2019 al 2,3% del 2023;
- medie imprese dall'1,7% del 2019 all'1,9% del 2023;
- grandi imprese dall'1,3% del 2019 all'1,5% del 2023.

---

<sup>67</sup> Outlook Abi-Cerved sui crediti deteriorati delle imprese, Febbraio 2022

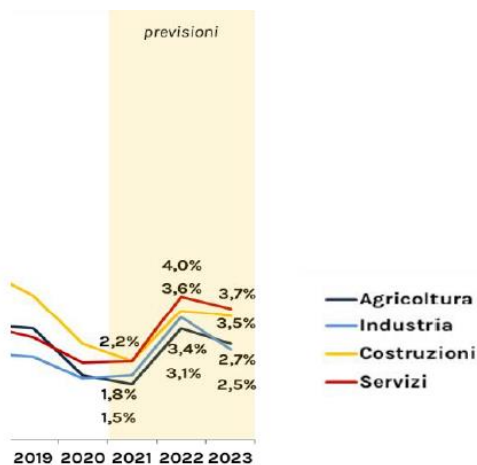
<sup>68</sup> La stima dei tassi di deterioramento è ottenuta attraverso un processo che utilizza uno score di Cerved disponibile per il complesso delle società italiane, il CeBi-Score4, come valutazione sintetica del rischio economico-finanziario di un'impresa, trasformandolo in indicatori individuali del rischio delle singole o EIDR (Expected Individual Default Rates) e riproporzionando gli EIDR riproporzionati sulla serie storica pubblicata dalla Banca d'Italia.





A livello settoriale:

- settore dei servizi dal 2,8% del 2019 al 3,7% del 2023;
- settore industriale dal 2,3% del 2019 al 2,5% del 2023;
- settore dell'agricoltura dal 3,1% del 2019 al 2,7% del 2023;
- settore delle costruzioni dal 4,0% del 2019 al 3,5% del 2023 (diminuzione derivante dalle performance e dalle prospettive di investimento del PNRR).



Le stime sono alimentate dagli effetti della pandemia e dalle conseguenze della guerra in termini di crisi energetica, rialzo dei tassi a fronte di un'inflazione che ha avuto impatto sui margini delle imprese. Da analisi svolte in maniera collegiale da tre dei più importanti istituti specializzati nel settore del credito<sup>69</sup> nel panorama italiano ed europeo, sono più di 144 mila le imprese a rischio di venir classificate UTP (di cui 44mila aziende familiari) nei prossimi 2-

<sup>69</sup> MorganStanley, JPMorgan, Ifis

3 anni. Si prevede inoltre che la maggioranza dei nuovi flussi saranno UTP caratterizzati da ticket medio piccoli (40% sotto i 2 milioni e 25% tra 150 mila e 2 milioni).

## **CAPITOLO 3**

### **IL FONDO D'INVESTIMENTO**

#### ***Premessa***

L'esigenza di *derecognition* delle banche e degli intermediari italiani e il costante aumento dei volumi di crediti deteriorati nei bilanci bancari, hanno permesso negli ultimi anni la trasformazione di un numero considerevole di attivi deteriorati (crediti UTP), mediante cessione a fondi d'investimento, in quote di strumenti di investimento alternativo.

Le consistenti cessioni di crediti deteriorati, prevalentemente sofferenze, hanno consentito una riduzione dello stock nei bilanci, con trasferimento dell'esposizione all'esterno del canale bancario tramite una pluralità di strutture (prevalentemente cessioni a investitori specializzati e operazioni GACS su attivi NPL). Per quanto riguarda nello specifico i crediti UTP si è assistito negli anni, oltre alle 'tradizionali' cessioni di portafogli, al ricorso crescente ai fondi cosiddetti «ad apporto», al fine di migliorare le condizioni di trasferimento e di deconsolidamento dei portafogli dai bilanci bancari.

Oltre che a rispondere a precise necessità, apportare crediti a un fondo d'investimento specializzato permette di ottenere benefici quali costi inferiori rispetto alla «normale» gestione single name, diversificazione per settore di appartenenza e un maggior potere negoziale nei confronti di uno specifico debitore. La fuoriuscita del credito deteriorato dal patrimonio di un ente creditizio può consentire l'attivazione di strategie avanzate di gestione, ancorate a parametri temporali diversi da quelli previsti in via generale dalle disposizioni di vigilanza per le banche. Sicché, una volta collocati al di fuori dell'ambito di incidenza delle regole di vigilanza prudenziale, i gestori possono attivare soluzioni specifiche all'assenza di performance, attraverso il ricorso a forme di amministrazione attiva che, nel ridefinire i criteri di conduzione del rapporto giuridico da cui tale credito si origina, consentano al debitore di adempiere all'impegno assunto in modalità compatibili con le mutate condizioni dell'economia reale.

A confermare l'affermazione del fenomeno è il continuo aumento della platea di gestori che si stanno affacciando al mercato delle ristrutturazioni del debito, sia con target *single name* che con ottica di portafoglio/piattaforma. Di seguito riporto i principali fondi sviluppati in ambito UTP nel territorio nazionale per dimensione del valore nominale di crediti in gestione:

<i>Rank</i>	<i>Investitori / progetti</i>	<i>GBV per progetto (mln)</i>	<i>Tipologia e strategy</i>
1	Fondo Back2Bonis (Prelios SGR-AMCO)	1.085	<i>Distressed debt RE</i>
2	Idea Capital Funds sgr	987	<i>Restructuring</i>
3	Fondo Efesto (Finint, doValue)	702	<i>Distressed debt/ Turnaround</i>
4	Pillarstone RSCT	600	<i>Restructuring</i>
5	Pillarstone FINAV	580	<i>Navale</i>
6	Gardant SGR	520	<i>Restructuring</i>
7	Clessidra Restructuring Fund	437	<i>Restructuring</i>
8	Value Italy Credit	361	<i>Distressed debt RE</i>
9	ICCT (Illimity SGR)	281	<i>Restructuring</i>
10	Keystone (Kryalos sgr - EY)	127	<i>Distressed debt/ Turnaround</i>
11	Eleuteria (Prelios e Luzzatti)	70	<i>Distressed debt - small ticket</i>
12	P&G UTP Management	35	<i>Distressed debt - single names</i>
<b><i>Totale complessivo</i></b>		<b><i>5.785</i></b>	

Fonte: Report Banca Ifis, KPMG, Credit Village e ricerche su principali notizie di stampa.

I volumi di crediti UTP ceduti dal 2016 ad oggi si arrestano a circa Eur 51 mld (ca. #90 operazioni). Di seguito le principali transazioni:

- 2017: maxi cessione di deteriorati (NPL-UTP) da Eur 17 mld delle Banche Venete a SGA (ora AMCO); ii) cessione a Quaestio di Eur 2,2 mld da parte di Banca Marche e Etruria; e iii) entrata sul mercato di Bain, Algebris e Fortress.
- 2018: i) Prelios ha siglato con ISP una cessione di UTP per Eur 3,0 mld (oltre ad un accordo di Servicing per ca. Eur 6,5 mld); ii) la cessione tra SocGen e Cerberus per Eur 2,1 mld; iii) PIMCO con il programma Sandokan (UCI) per Eur 1,3 mld e con Credit Agricole per Eur 0,7 mld; iv) Bain con l'acquisto di 1,5 mld da primari istituti
- 2019: i) PIMCO con Sandokan II (UCI) per Eur 2 mld; ii) Illimity con l'acquisto di Eur 1 mld di UTP; e iii) l'avvento dei primi fondi ad apporto/conferimento di Pillarstone, Clessidra, DeaCapital.
- 2020: i) l'acquisto da parte di AMCO: del portafoglio Hydra (MPS) di Eur 3,4 mld, del portafoglio BP Bari di Eur 1,2 mld, del portafoglio Carige di Eur 1,2 mld e del portafoglio Django (BPM); ii) ed infine, la creazione di ulteriori FIA da parte di Prelios, Finint, Illimity.
- 2021: nascita di nuovi operatori nel credito deteriorato: Gardant (ex Credito Fondiario) che investe sia con fondi propri che tramite la SGR (ha già raccolto Eur >500 mln); Prelios SGR e Luzzatti (attraverso il fondo Eleuteria dedicato ai crediti granulari) che hanno come target la raccolta di Eur 250 mln da un pool di banche popolari; Kryalos SGR – EY sono entrati nel business del debt restructuring attraverso un fondo dedicato chiamato Keystone. Hanno continuato l'attività di

acquisizione di UTP da Banche gli investitori AMCO (portafoglio di 260 mln da Iccrea) ed Illimity (la SGR ha raccolto >250 mln).

- 2022: i) MPS ha ceduto Eur 917,5 mln di crediti deteriorati a Illimity, Intrum e AMCO; ii) Intesa Sanpaolo ha ceduto ad AMCO Eur 1,4 mld di NPE leasing e Eur 120 mln di UTP single name; iii) Unicredit ha ceduto a Illimity un portafoglio di crediti deteriorati da Eur 1,3 mld; iv) Unicredit ha cartolarizzato Eur 2 mld di Utp con Prelios che he gestirà anche gli altri Unlikely to Pay del gruppo; v) i BPER Banca spa ha concesso a Gardant, primario servicer di crediti deteriorati nel mercato italiano, l'esclusiva nella negoziazione finalizzata a costituire una partnership strategica sulla gestione degli UTP e degli NPL del gruppo bancario.

E, dalle ultime rilevazioni effettuate a inizio 2022, si evidenziano i principali risultati del settore:

- i) AMCO risulta il maggior investitore in crediti deteriorati UTP (49% del totale) sia tramite la maxi cessione degli attivi ex banche venete, sia tramite la partnership con Prelios SGR nel progetto Back to Bonis – Progetto Cuveé.
- ii) I fondi FIA, cresciuti sia in termini di masse cedute che in termini di expertise nella gestione dei sottostanti, rappresentano ca. l'11% del totale ceduto sul mercato.
- iii) La pipeline diffusa da primari operatori del settore, nonché le aspettative di cessioni di deteriorati, conducono a prevedere operazioni per il 2022 per ca. eur 10 mld di crediti UTP dalle banche.
- iv) Le operazioni del 2022 registrano masse per ca. 6 mld, nettamente inferiori alle stime di inizio anno. Ciò si ritiene sia dovuto ad un rallentamento dei processi di dismissione da parte degli operatori bancari ed una necessità di monitoraggio dell'andamento delle moratorie che hanno segnato l'anno 2021.

Tali operazioni, effettuate sia nel mercato primario che nel secondario, hanno coinvolto istituti diversi con differenti formule di negoziazione a conferma dell'elevata concorrenza del settore. La scelta e la gestione degli investimenti rappresentano senza dubbio le attività da valorizzare ma altrettanto importanti per garantire forza concorrenziale al fondo sono le scelte strategiche sulla disciplina interna del fondo e sul rapporto legale con gli istituti cedenti e quotisti.

La fase di acquisto del credito assume massima rilevanza nella struttura dell'operazione e può, in estrema sintesi, avvenire in due diverse modalità:

- Per cassa: pagando al momento dell'acquisto il prezzo adeguatamente calcolato in base alle caratteristiche del credito o del portafoglio di crediti.
- Per carta: pagando il corrispettivo di cessione dei crediti mediante emissione di quote sottoscritte dalle relative banche cedenti. Le quote verranno emesse per valori corrispondenti al corrispettivo di cessione dei crediti, fermo restando che tali valori potranno essere incrementati dell'importo necessario per consentire al fondo di far fronte ai costi di gestione da sostenere.

Le due modalità prevedono un diverso tipo di interlocuzione con l'istituto cedente sia in merito alla valutazione del credito ceduto che in termini di tipologia di rapporto che si concreta tra i due soggetti facenti parte dell'accordo, una volta però che il credito entra all'interno del portafoglio si confonde con le altre attività formando parte integrante dello stesso e perdendo in parte la natura della sua cessione (il rapporto con la banca cedente rimane però immutato).

Il proseguo dello studio sarà focalizzato all'analisi di quei fondi di investimento che effettuano investimenti a fronte dell'emissione di quote di partecipazione, ottenendo così un duplice risultato: da un lato garantiscono alla banca la redditività derivante dalla partecipazione al fondo e dall'altro ottengono il deconsolidamento del portafoglio a ragione della separazione del patrimonio del fondo con quello della banca. Inoltre, viene a realizzarsi in questo modo una corrispondenza di interessi tra la società di gestione del FIA interessata a raccogliere attività da gestire in monte e taluni potenziali partecipanti, intenzionati a traslare i crediti in un settore del mercato finanziario che non soggiace alle regole di vigilanza prudenziale.

Caratteristica specifica delle cessioni effettuate in natura è un'immediata mutazione dei profili di rischio dell'insieme che fa capo alla banca; non v'è dubbio che, rispetto alla posta originaria (i.e. le voci non performing), quel che la banca ottiene è uno strumento finanziario (i.e. la quota del FIA). Quest'ultimo, se da un lato assume un valore iniziale determinato dalla valorizzazione del credito al momento dell'acquisto, dall'altro rappresenta una percentuale di partecipazione ad un patrimonio di crediti di diversa e variegata origine, destinato a mutare nel tempo.

In tale contesto, dunque, il conferimento per carta rappresenta la soluzione tecnica più efficiente per realizzare una cessione (pro soluto) che interrompe la relazione preesistente con il debitore e dà avvio ad un nuovo rapporto negoziale con il gestore del fondo. Va da sé che le ragioni che portano a cedere il credito al fondo impediscono che vi sia una cessione di

valore e, dunque, un impoverimento del sistema. Ciò in quanto la partecipazione dei sottoscrittori al fondo ai risultati delle attività di recupero consente alle quote del fondo stesso di generare rendimenti e plusvalenze che partecipano a formare l'utile della banca. In altri termini, quel che desta maggiore interesse sia per la normativa in continuo divenire sia per i soggetti coinvolti è la presenza di interventi che non sono orientati esclusivamente verso l'obiettivo di riscuotere analiticamente ogni singolo credito, ma si prefiggono di supportare il debitore nel recupero di una condizione tale da affrontare l'impegno precedentemente assunto.

### ***La struttura del fondo***

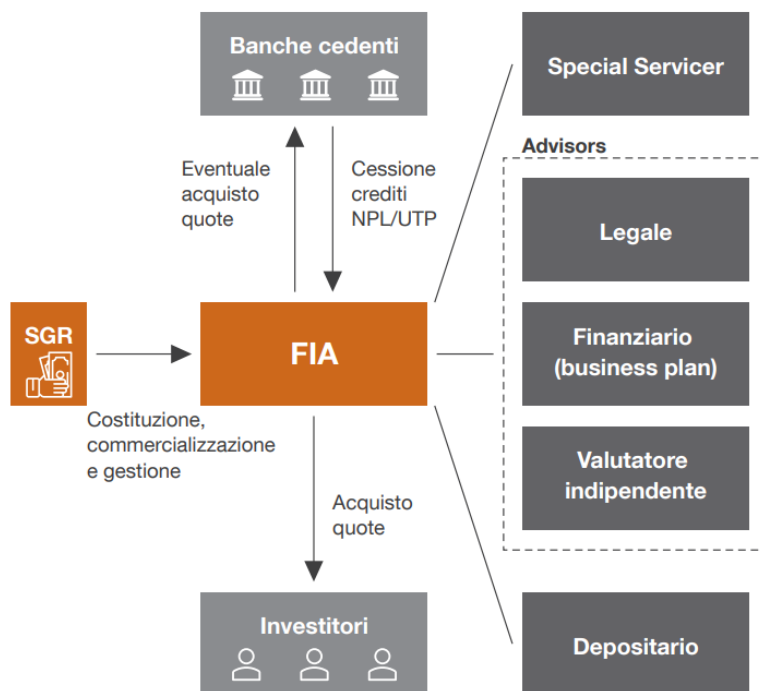
Ogni fondo è strutturato in base alle caratteristiche dell'investimento tipico, alla tipologia di investitore, al target dimensionale ed a decine di altri parametri che ne determinano la configurazione. Come ben esplicitato nel primo capitolo del presente elaborato, la legislazione impone comunque delle limitazioni e indirizza l'operatività delle società di gestione del risparmio verso alcune caratteristiche standard.

Nel proseguo dello studio esaminerò nel dettaglio una tipologia di fondo adatta ad investire in crediti deteriorati classificati Unlikely to Pay e che negli anni ha garantito un buon bilanciamento tra gli interessi del sistema e delle istituzioni finanziarie.

Mi riferisco a fondi comuni di investimento, alternativi, italiani, mobiliari, di tipo chiuso e riservati, istituiti ai sensi degli art. 10 e 14 del DM 30/2015<sup>70</sup>, che investono in crediti ai sensi della Legge 130 e in altri attivi consentiti dalla normativa applicabile ai fondi di cui all'art. 7, comma 1, lett. b) e comma 2-bis, della Legge 130.

---

<sup>70</sup> Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani



Fonte: Report PWC, I Fondi di NPL: Un'opportunità di mercato, 2020

La Società di Gestione è la società incaricata di istituire il fondo e di gestirlo professionalmente al fine di accrescere il valore iniziale delle quote e ripartire tra i partecipanti il risultato netto derivante sia dalla gestione che dallo smobilizzo degli investimenti realizzati. La società di gestione deve porre in essere qualunque attività ritenuta necessaria, opportuna o strumentale al perseguimento dello scopo del fondo, purché finalizzata all'acquisizione, valorizzazione e/o alla dismissione dei beni oggetto di investimento nel contesto di operazioni consentite dalla normativa applicabile ai fondi di cui all'art. 7, comma 1, lett. b) e comma 2-bis, della Legge 130.

Alla società di gestione spetta l'onere di valutare i rischi di ogni investimento nonché i rischi connessi con il portafoglio complessivo e di gestire tali rischi.

L'investimento tipico per fondi nati con la finalità di gestire crediti problematici agevolando il turnaround e migliorando le prospettive di recupero non può che essere la tipologia di crediti UTP, fermo restando che la relativa qualificazione potrà mutare in un momento successivo all'acquisto. Riporto di seguito i principali asset utili al perseguimento dello scopo del fondo non essendo questa categoria l'unico prodotto su cui un fondo di questo genere ha facoltà di investire:

- in misura prevalente: i) crediti derivanti da finanziamenti a breve, medio e lungo termine; ii) emissioni obbligazionarie da parte dei debitori del fondo che



- costituiscono indebitamento finanziario dei medesimi, inclusi i diritti (anche potenziali) a percepire altre utilità economiche (i.e. earn-out, indennizzi, etc.);
- capitale di rischio dei debitori e di società veicolo nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario relativi ai crediti, ovvero di accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione, a seguito della conversione dei crediti medesimi;
  - obbligazioni convertibili emesse dai debitori e società veicolo nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario relativi ai crediti, ovvero di accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione;
  - altri strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6, cod. civ. emessi dai debitori e società veicolo nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario relativi ai crediti, ovvero di accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione, a seguito della conversione dei crediti medesimi;
  - contratti di opzione aventi per oggetto l'acquisto e/o la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi solamente nell'ambito di piani di riequilibrio economico e finanziario relativi ai crediti, ovvero di accordi o procedure volti al risanamento o alla ristrutturazione.

La società di gestione del risparmio nella maggior parte dei casi non ha le competenze per occuparsi della gestione del credito per quanto riguarda la riscossione e il rapporto con il debitore. Per questa ragione i maggiori FIA italiani (attraverso disposizioni regolamentari) sono strutturati in modo tale che la SGR possa nominare un servicer che la affianchi nella gestione del fondo e sia incaricato, in via generale, della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento ai sensi dell'articolo 2, comma 3, lettera (c) della Legge 130 e, quindi, in tale qualità, quale soggetto incaricato della gestione, amministrazione, recupero e riscossione dei crediti. Nel panorama italiano i principali servicers per volume di crediti in gestione sono i seguenti:

Company	Bank of Italy Surveillance	Special Servicing			
		Total AuM <sup>1</sup> (€bn)	o/w Bad Loans AuM (€bn)	o/w Other NPLs AuM <sup>2</sup> (€bn)	Performing AuM (€bn)
doValue	115/106	75.2	73.2	2.0	0.7
Intrum	115	37.1	37.1	-	-
Prelios Credit Servicing <sup>4</sup>	106	32.9	21.9	11.0	-
AMCO	106	32.5	18.7	13.8	-
Cerved Credit Management	106/115	31.7	30.9	0.9	5.8
IFIS Npl Servicing	Bank	24.4	24.3	0.1	-
Gardant	106/115	19.8	19.0	0.8	0.1
Crif	115	14.4	3.4	11.0	5.9
Hoist Italia	115	13.4	11.7	1.7	0.8
iQera Italia	115	13.3	12.8	0.6	0.3
Fire	115	11.5	7.3	4.2	7.2
MBCredit Solutions	106/115	11.3	11.3	-	-
neprix <sup>5</sup> + Aurora RE	115/Bank	10.8 <sup>6</sup>	5.8	2.8	-
Covisian Credit Management	115	10.3	7.7	2.6	-
Advancing Trade	106/115	8.7	6.3	2.4	-
Guber	Bank	7.9	7.9	-	-
AZ Info&collection & La Scala Service	115	7.8	7.2	0.6	-
Phoenix Asset Management	115	7.2	7.1	0.0	-
Link Financial	115	5.4	5.4	-	0.0
Europa Factor	106/115	5.0	5.0	0.0	0.7
J-Invest	106/115	4.2	4.2	-	-
Fides	115	3.9	0.1	3.7	0.5
CNF (Gruppo Frascino)	115	3.8	3.4	0.3	-
Finint Revalue	115	3.6	3.1	0.5	0.0
WhiteStar Asset Solutions (Arrow Group)	115	2.9	2.7	0.2	0.5
Blue Factor	106	2.9	2.9	-	-
Duepuntozero	115	2.7	2.7	-	-
AXIS S.p.A.	115	2.3	2.1	0.2	-

Source: PwC analysis on data provided by Servicers as of 31/12/2021; data have been directly provided by Servicers and have not been verified by PwC.

L'intervento di servicer, o eventualmente di advisor specializzati, dev'essere motivato dalla scelta di reperire sul mercato i predetti servizi, evitando di strutturare apposite funzioni aziendali. La regolare delega delle attività sopra descritte dovrà essere sancita da un contratto per l'esternalizzazione di alcune delle attività gestorie avendo cura di definire le modalità tecniche volte a supportare l'efficiente amministrazione dei crediti e, quindi, l'efficiente monitoraggio del rapporto con il debitore. Da qui nasce la collaborazione tra le risorse (del gestore e dei fornitori), ferme le funzioni direzionali e di coordinamento che spettano sempre alla SGR al fine di garantire il controllo da parte delle funzioni aziendali di riferimento (in conformità all'eventuale espletamento della procedura di cui all'art. 50 del Regolamento Congiunto<sup>71</sup>). La società di gestione del risparmio, nel ricorrere all'esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti, deve, per l'intera durata della relazione, presidiare e gestire i rischi derivanti dalle scelte effettuate e mantenere la responsabilità e la capacità di controllo sulle attività esternalizzate. L'SGR, infatti, resta pienamente responsabile di tutti gli

<sup>71</sup> Ai sensi dell'art. 50 del Regolamento di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF adottato da Banca d'Italia con provvedimento del 5 dicembre 2019

obblighi previsti in materia di servizi o attività di investimento e deve mettere a disposizione delle autorità competenti, su richiesta di queste ultime, tutte le informazioni necessarie per permettere loro di controllare che le funzioni operative essenziali o importanti esternalizzate vengano realizzate conformemente alla normativa vigente.

### ***Il regolamento del fondo***

I FIA riservati investono il proprio patrimonio nei limiti imposti dalla legge e dal regolamento del fondo che ne disciplina il funzionamento. Il regolamento del fondo, nel rispetto dell'esigenza di assicurare un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio, stabilisce il profilo di rischio complessivo del fondo, i limiti di investimento (sia d'importo che di tipologia) e di leva finanziaria, i mezzi attraverso i quali il fondo intende generare la leva finanziaria; i limiti al riutilizzo delle garanzie finanziarie ricevute.

È quantomeno necessario riportare un piccolo estratto dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio che delinea un aspetto essenziale ai fini dello studio della struttura del fondo *“Il regolamento di gestione disciplina il rapporto di partecipazione al fondo comune. Esso definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica la SGR, il depositario, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra questi ultimi e i partecipanti al fondo”*

Il regolamento, tra le altre cose, deve disciplinare i termini di durata del fondo. Nello specifico dovrà disciplinare il periodo massimo d'investimento in cui la SGR potrà concludere operazioni di acquisto, nel caso specifico operazioni di acquisto di crediti, la durata totale del fondo comprensivo del periodo necessario alla liquidazione degli asset e l'eventuale periodo di grazia utilizzabile al solo fine di completare la liquidazione degli investimenti in portafoglio e le operazioni di rimborso delle quote.

Fatta salva la possibilità di prorogare il termine di durata del fondo, nonché di deliberare l'attivazione del periodo di grazia, la società di gestione procede, nell'interesse dei partecipanti, alla dismissione delle attività del fondo entro il termine della sua durata.

La liquidazione del fondo può avere luogo, a integrazione degli altri casi eventualmente previsti dalle applicabili disposizioni di legge o regolamentari:

- per scadenza del termine di durata del fondo;
- per deliberazione dell'assemblea dei partecipanti, di cui a breve ne delineerò l'organizzazione;
- ad iniziativa della società di gestione;
- nel caso non si possa procedere alla sostituzione della SGR con una nuova società.

Le banche partecipanti al fondo si riuniscono nell'assemblea dei partecipanti per deliberare sulle materie ad esse riservate dal regolamento<sup>72</sup>. Per natura ogni fondo ha la facoltà di disciplinare come meglio crede il rapporto fra la gestione dello stesso e i propri quotisti; ciò nonostante, per i fondi che investono in questa particolare tipologia di asset, la materia è abbastanza circoscritta e le banche assumono un potere decisamente ampio nella scelta degli investimenti e delle strategie. Questo aspetto è motivato da almeno due ragioni principali: in primo luogo essendo le banche non solo quotiste ma anche controparti nelle operazioni di investimento del fondo, richiedono una trasparenza totale per quel che riguarda la composizione del portafoglio e le strategie di acquisto. La seconda ragione è riconducibile alla concorrenza nel settore che, negli ultimi anni, si sta rilevando decisamente aggressiva. Molti operatori (alcuni di essi li ho citati nelle precedenti pagine) hanno preso accordi specifici con alcune banche con l'obiettivo di creare una linea commerciale diretta ed esclusiva per la cessione dei crediti. Da questo fenomeno ne deriva l'esigenza per gli istituti di credito di selezionare i fondi maggiormente appetibili, non solo in termini di performance ma soprattutto in termini di controllo e vigilanza sugli stessi.

L'assemblea dei partecipanti del fondo è l'organo che manifesta la volontà degli investitori e per essere validamente costituita deve vedere la partecipazione di quotisti che rappresentino almeno una determinata percentuale, esplicitata da regolamento, delle quote totali emesse dalla società di gestione. Nella maggior parte dei casi il regolamento del fondo prevede due o più tipi di delibere, ognuna di queste categorie è caratterizzata da un quorum specifico per la costituzione dell'assemblea e un quorum per l'approvazione. Le materie su cui generalmente è tenuta ad esprimersi l'assemblea sono:

- modifiche al regolamento del fondo;
- liquidazione anticipata del fondo;
- revoca dell'eventuale servicer o advisor (al verificarsi di determinati requisiti);

---

<sup>72</sup> Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, cap. V.1, art. 4.4: "Nel regolamento del fondo è disciplinato il funzionamento della citata assemblea dei partecipanti."

- sostituzione, nella gestione del fondo, della società di gestione con una nuova società di gestione (al verificarsi di determinati requisiti);
- modifiche a limiti regolamentari (i.e. importo massimo delle spese, commissioni, leve finanziarie);
- apertura di nuovi periodi di sottoscrizione delle quote e/o eventuale incremento, a tali fini, dell'importo di investimento massimo del fondo;
- nomina, revoca e compenso del presidente dell'assemblea;
- ulteriori materie ad essa riservate dalla normativa pro tempore vigente o dal regolamento.

La normativa di Banca d'Italia vigente non prevede per gli investimenti in crediti, a differenza degli investimenti in beni immobili, l'obbligo di una valutazione semestrale indipendente da parte di soggetti terzi, ma la *best practice* e le attese degli investitori inducono di norma le SGR ad operare comunque in tal senso. Emerge pertanto una domanda di servizi valutativi specializzati in NPE, per la quale non sono sufficienti le competenze dei c.d. "Esperti Indipendenti"<sup>73</sup> e che potrebbe rappresentare un'opportunità professionale per i commercialisti adeguatamente formati in materia.

L'esperto indipendente, di primario standing nel settore delle valutazioni aziendali e/o degli investimenti in crediti deteriorati, ha il compito di verificare la correttezza nell'applicazione dei principi di valutazione dei crediti all'interno del portafoglio del fondo e che sia stato rispettato il principio di omogeneità di valutazione dei crediti apportati dalle varie banche partecipanti alle diverse operazioni di acquisto. Per una valutazione esaustiva l'SGR è tenuta a fornire all'esperto almeno:

- i report che delineano le caratteristiche di ogni debitore ceduto, utilizzati al momento della valutazione del credito;
- i modelli finanziari alla base dello sviluppo numerico della valutazione effettuata;
- il riepilogo delle valutazioni svolte dalla società di gestione per ogni debitore/linea di credito;
- l'accesso alla VDR con il data set di informazioni fornite dalle banche cedenti.

Sulla base di tali informazioni il valutatore indipendente analizza nel dettaglio il complesso delle attività e delle considerazioni svolte per la valutazione del portafoglio. In tale contesto il valutatore formula un'analisi indipendente in merito all'adeguatezza delle metodologie di

---

<sup>73</sup> di cui all'art. 6, comma 1), lett. C), numero 5 del Testo Unico Finanza

valutazione adottate ed alla loro corretta applicazione. Particolare attenzione viene posta alla verifica in merito all'omogeneità dei criteri adottati nell'interrezza del portafoglio, eventualmente anche eseguendo delle analisi a campione. Al termine della valutazione, l'esperto redige una relazione che viene condivisa con tutte le banche facenti parte dell'operazione.

### ***L'omogeneità dei criteri di valutazione dei crediti***

La cessione dei crediti a questa tipologia di fondo non è quasi mai regolata per cassa, ma attraverso la consegna di quote del fondo. La cessione si configura dunque come un concambio di strumenti finanziari diversi fra loro per natura e profilo di rischio. La diversità degli strumenti finanziari (crediti ceduti vs. quote del fondo) è alla base anche della *derecognition* dei crediti nel bilancio delle banche cedenti: le banche cedono crediti ed ottengono in cambio strumenti rappresentativi di portafogli di crediti più ampi e diversificati.

La peculiarità della valutazione a fini di concambio attiene al fatto che il valore del fondo coincide con il valore dei crediti ceduti dalle banche. Pertanto, le banche cedenti partecipano al fondo nella misura del valore attribuito ai crediti ceduti da ciascuna banca al fondo stesso. Il concambio, nella sostanza, riguarda dunque i crediti fra banche cedenti: infatti le quote del fondo assegnate a ciascuna banca finiscono per essere funzione della valutazione dei crediti della specifica banca rispetto alla valutazione dei crediti delle altre banche. Di qui la considerazione secondo cui il concambio risulta equo solo ed esclusivamente se la valutazione dei crediti ceduti da tutte le banche si fonda su criteri omogenei.

La verifica dell'effettiva omogeneità dei criteri di valutazione sottende l'esigenza di equilibrio negoziale fra le banche partecipanti al fondo. Si riproduce così, sotto il profilo valutativo, la medesima esigenza che si propone nei casi di conferimento di beni a favore di una società conferitaria neocostituita da parte di più soggetti. In entrambi i casi (cessione di crediti UTP al fondo neocostituito o conferimento di beni ad una conferitaria neocostituita), è richiesto che la valutazione garantisca un equilibrio negoziale nella stima del valore dei beni conferiti.

Sotto questo profilo è sufficiente verificare la correttezza delle valutazioni relative all'acquisto dei crediti delle singole banche e non necessariamente dei valori assoluti poiché il numero di quote del fondo assegnate a ciascuna banca è funzione del valore dei crediti ceduti dalla specifica banca rispetto al valore assegnato ai crediti ceduti dalle altre banche.

La teoria è concorde nel ritenere che la verifica di valori relativi non possa essere compiuta prescindendo dai valori assoluti. Ciò in quanto se in astratto nulla cambierebbe in termini di quote del fondo assegnate a ciascuna banca qualora i crediti ceduti da tutte le banche fossero sopravvalutati o sottovalutati nella stessa misura rispetto ai corretti valori assoluti, è altrettanto vero che la verifica di una stessa misura di sopravvalutazione o di sottovalutazione presuppone la conoscenza dei valori assoluti corretti. La ricerca di coerenza dei valori relativi a prescindere dai valori assoluti finisce con il consistere nell'applicazione di una stessa formula valutativa a tutti i crediti ceduti, sulla base del presupposto – errato – che crediti diversi fra loro (per caratteristiche del debitore, del credito, ecc.) possano essere valutati in modo eguale. Nella forma più semplice la coerenza fra valori relativi potrebbe essere raggiunta applicando a tutti i crediti una stessa percentuale di abbattimento dei valori lordi. L'omogeneità dei criteri di valutazione finirebbe con l'essere solo apparente in quanto nasconderebbe scostamenti rispetto ai corretti valori assoluti del tutto disomogenei. Per questa ragione la verifica di omogeneità dei criteri che prescinda dai valori assoluti sarebbe solo formale, in quanto destinata nella sostanza a nascondere una disomogeneità di valutazioni. Di qui la necessità di compiere una verifica di omogeneità di criteri di stima fondata su valori assoluti, non su valori relativi.

L'omogeneità dei criteri di stima dei valori assoluti va ricercata innanzitutto nell'adozione della stessa configurazione di valore per tutti i crediti ceduti. Nel nostro caso si tratta di stimarne il *fair value*.

Il *fair value*, come definito dall'IFRS 13<sup>74</sup>, coincide con: *“the price that would be received to sell an asset (...) in an orderly transaction between market participants at the measurement date (an exit price). When measuring fair value, an entity uses the assumptions that market participants would use when pricing the asset (...) under current market conditions, including assumptions about risk. As a result, an entity's intention to hold an asset (...) is not relevant when measuring fair value”*.

Nel caso in questione, se tutti i crediti sono stimati al loro valore di realizzo sul mercato e il *fair value* può essere considerato un *exit price*, ciascuna banca finisce per partecipare al fondo in misura equa ed omogenea. Il criterio dell'omogeneità dei criteri di valutazione non va dunque inteso come applicazione meccanica di una eguale formula valutativa a tutti i crediti,

---

<sup>74</sup> Principio contabile che:

- (a) definisce il *fair value*;
- (b) definisce in un unico IFRS un quadro di riferimento per la valutazione del *fair value*;
- (c) richiede informazioni integrative sulle valutazioni del *fair value*.

quanto piuttosto nella stima della stessa configurazione di valore di tutti i crediti, attraverso i criteri di valutazione più appropriati. Solo così si ottiene una comparabilità su basi omogenee<sup>75</sup>.

Il *fair value* dei crediti esprime il prezzo di cessione della specifica attività sul mercato principali o comunque sul mercato più vantaggioso. L'identificazione del mercato principale o più vantaggioso assume particolare rilievo ai fini della valutazione dei crediti, in quanto il prezzo dei crediti è funzione del mercato in cui possono essere ceduti.

Il mercato principale è il mercato che esprime il maggior volume di transazioni relativamente alla specifica attività da valutare, mentre il mercato più vantaggioso è quello che massimizza l'ammontare che può essere ricavato dalla vendita dell'attività, dopo aver considerato i costi di transazione. Nel caso dei crediti UTP non esiste un mercato principale e quindi giocoforza è necessario identificare il mercato più vantaggioso.

Al riguardo, per i crediti UTP occorre distinguere due principali segmenti di mercato, caratterizzati dalla presenza di due categorie di partecipanti al mercato significativamente diverse fra loro:

1. gli investitori che acquistano per cassa la maggior parte dei crediti vantati dal sistema bancario nei confronti di uno specifico debitore (*single name*) ed una volta acquisiti li gestiscono con l'obiettivo di massimizzarne il ricavato attraverso un maggior potere contrattuale nei confronti del debitore stesso;
2. i FIA che acquisiscono i crediti dalle banche per costituire portafogli di *single name* nell'intento di sfruttare economie di scala e di scopo, benefici di diversificazione, politiche di gestione attiva di recupero del credito.

Quando i mercati sono segmentati rispetto ai partecipanti al mercato, i prezzi che si formano sui due segmenti possono risultare anche significativamente diversi. I due segmenti di mercato esprimono prezzi diversi per uno stesso credito in quanto differenti sono i profili di rendimento/rischio dell'investimento rilevanti per le due categorie di partecipanti al mercato. I *driver* di prezzo del credito sono in larga parte i medesimi sui due segmenti di mercato, ma il segmento dei Fondi esprime normalmente prezzi più vantaggiosi. La diversità di prezzi è funzione delle diverse caratteristiche dei crediti che le due categorie di partecipanti al mercato

---

<sup>75</sup> Dalla disciplina è chiamata “*apple to apple*”.



considerano nella formazione del prezzo. In particolare, per le due diverse categorie di partecipanti al mercato (investitori finanziari e fondi) sono diverse:

- a) le informazioni rilevanti sul debitore (normalmente maggiore per gli investitori per cassa che raccolgono informazioni aggiuntive rispetto a quelle contenute nei dossier delle banche cedenti, mentre i Fondi si limitano a *desk valuation* fondate sulle informazioni dei dossier);
- b) i tassi di rendimento richiesti all'investimento (normalmente maggiore per gli investitori per cassa, meno diversificati);
- c) le modalità di formazione del c.d. *ultimate return* dell'investimento (normalmente ottenuto a spese di un prezzo di acquisto che esprime *haircut* rispetto al valore intrinseco o fondamentale del credito significativamente superiori da parte degli investitori finanziari piuttosto che dai fondi);
- d) i criteri di stima del prezzo di cessione del credito da parte degli investitori (normalmente orientati a garantire un livello minimo di MOIC- *Multiple On Invested Capital* da parte degli investitori finanziari, esigenza che non è presente nei fondi).

Di ciò le banche cedenti sono perfettamente consapevoli, cosicché la scelta se rivolgersi ad un segmento di mercato o all'altro per la cessione dei crediti (il segmento degli investitori finanziari o il segmento dei fondi) è funzione delle specifiche esigenze della singola banca, diverse dalla massimizzazione del prezzo riconosciuto nella transazione quali, a solo titolo di esempio: esigenze finanziarie, regolamentari, ecc.. Inoltre, quando le banche cedono crediti per reinvestire in quote del fondo, sono interessate al rendimento offerto dalle quote (al netto dell'eventuale perdita dalla cessione dei crediti) rispetto alla gestione diretta delle posizioni creditorie cedute. Quando invece cedono i crediti per cassa il rendimento è calcolato sempre come saldo netto fra il rendimento opportunità del reinvestimento della cassa e lo sconto da riconoscere in sede di cessione del credito. La circostanza assume rilievo perché, contrariamente alla valutazione di altre attività finanziarie per le quali il rendimento per compratore e venditore è il medesimo, nel caso dei crediti UTP occorre considerare, dalla parte del venditore, il rendimento offerto dall'operazione "baciata" di cessione del credito e di contestuale acquisto di un'attività finanziaria alternativa. Nella scelta del segmento di mercato al quale accedere, la banca segue normalmente il principio dell'*economic best interest* al fine di valutare quale combinazione di operazioni (concambio dei crediti con quote del fondo o cessione per cassa e reinvestimento) è più appropriata, rispetto alle proprie specifiche esigenze. Queste considerazioni permettono di comprendere perché il prezzo di cessione dei

crediti UTP non può prescindere dalle valutazioni compiute dal venditore nella scelta del segmento di mercato di riferimento.

Nel caso specifico di cessione di crediti ad un fondo vanno segnalate tre principali peculiarità:

- anche il fondo può gestire unitariamente i crediti vantati da più banche nei confronti dello stesso debitore, adottando soluzioni di recupero del credito più vantaggiose rispetto a quelle adottabili dalle singole banche singolarmente. Questa circostanza consente una stima del *fair value* del credito che faccia perno, quando ne ricorrano le condizioni, all'*enterprise value* del debitore nella prospettiva di funzionamento;
- il fondo assume un orizzonte di investimento coerente con la massimizzazione del recupero del credito. Obiettivo del fondo consiste nel massimizzare l'*ultimate return* attraverso la gestione attiva del credito e non attraverso sconti nel prezzo di acquisto del credito. Questa circostanza consente una valutazione ancorata ai fondamentali della posizione creditoria ceduta e garantisce alle banche cedenti di poter monitorare la performance intermedia ottenuta dal fondo sulla base dell'effettiva evoluzione delle posizioni in gestione e non invece sulla base dello sconto ottenuto dal fondo in sede di acquisto del credito;
- il fondo non richiede un premio per il rischio di illiquidità del credito ceduto in quanto non usa liquidità per acquisire i crediti. Questa circostanza consente una valutazione che assume un normale costo del capitale dell'impresa e un normale livello dei multipli ai fini della stima dell'*enterprise value* del debitore e di riflesso del credito ceduto.

Sempre con riguardo alla omogeneità dei criteri di valutazione occorre segnalare che i crediti UTP fanno parte della categoria di attività definita “*Hard To Value Asset*” (HTVA).<sup>76</sup> L'esercizio di stima del *fair value* in questi casi non può muovere da prezzi fatti sul mercato, ma piuttosto deve essere ricavato muovendo dal valore fondamentale delle attività, al quale sono applicati *haircut*, la cui funzione consiste nel trasformare il valore fondamentale in una ragionevole misura di *fair value*. La circostanza assume particolare rilievo nell'attuale contesto di mercato (post Covid) quando il legame fra valori fondamentali e prezzi di mercato è ancor più debole a causa della particolare incertezza valutativa. Con il termine “incertezza valutativa” si intende: “*la possibilità che il valore stimato possa differire dal prezzo che potrebbe essere ottenuto in una transazione della stessa attività che avvenisse alla stessa data alle stesse condizioni negoziali*”

---

<sup>76</sup> Si tratta di attività per le quali è necessario stimare il *fair value* pur in assenza di un mercato attivo di riferimento e di scambi di attività direttamente comparabili

e nello stesso ambiente”. È importante chiarire che “incertezza valutativa” non va intesa come impossibilità di stimare il valore di mercato di un’attività. Più semplicemente significa che in assenza di transazioni di attività potenzialmente alternative il valore deve essere stimato sulla base di approcci diversi rispetto all’approccio di mercato.

Per questa ragione, nella stima del *fair value* di HTVA è sempre richiamato il rispetto del principio della “buona fede”. La definizione del principio da parte della SEC nel contesto specifico delle valutazioni periodiche da parte dei Fondi di Investimento Alternativi, recita:

*“We stated our view that the good faith requirement is a flexible concept that can accommodate many different considerations, and that the specific actions that a board must take will vary, depending on the nature of the particular fund, the context in which the board must fair value price, and the pricing procedures adopted by the board. (...) In our view, a board acts in good faith when its fair value determination is the result of a sincere and honest assessment of the amount that the fund might reasonably expect to receive for a security upon its current sale, based upon all of the appropriate factors that are available to the fund.*

*We believe, however, that a fund board generally would not be acting in good faith if, for example, the board knows or has reason to believe that its fair value determination does not reflect the amount that the fund might reasonably expect to receive for the security upon its current sale.”.* Come si comprende dai chiarimenti della SEC una valutazione in buona fede è una valutazione che non trascura gli specifici fatti e circostanze noti alla data della valutazione e che ne potrebbero modificare i criteri applicativi.

Per qualunque stima di valore è fondamentale un esercizio *forward-looking*; pertanto qualunque valutazione considera direttamente o indirettamente le prospettive future (nel nostro caso della gestione del credito). Ciò significa che oltre alle condizioni correnti è necessario considerare anche l’evoluzione del debitore e le future possibili condizioni di mercato. Le attese relative al futuro possono impattare sul modo con cui i partecipanti al mercato valutano l’investimento. Solo alcuni fattori che riguardano il futuro possono essere catturati dal modello valutativo in forma esplicita (DCF) o implicita (multipli). Altri parametri di natura soggettiva, in quanto fondati su giudizi e sull’appetito per il rischio dei partecipanti al mercato, si traducono in valutazioni qualitative di aggiustamento dei parametri di analisi fondamentale e degli *haircut* da applicare al valore fondamentale per ricavare il *fair value*.

## ***Performance del fondo e valore della quota***

Periodicamente la SGR è tenuta a redigere dei documenti rappresentativi l'andamento economico-finanziario del fondo. Nello specifico, in accordo con il TUF<sup>77</sup> e il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, sono richiesti:

- la relazione annuale relativa alla gestione del fondo, entro la fine di ogni esercizio annuale o eventualmente in concomitanza della data in cui si procede alla distribuzione dei proventi (“relazione di gestione”);
- la relazione semestrale relativa alla gestione del fondo, entro il termine previsto dal D.M. Non si procede alla sua redazione in concomitanza con la relazione di gestione;
- un prospetto recante l'indicazione del valore unitario delle quote di partecipazione e del valore complessivo del fondo, con periodicità almeno pari all'emissione o rimborso delle quote seguendo la disciplina definita dal regolamento del fondo.

La relazione di gestione del fondo illustra la situazione patrimoniale e reddituale includendo una nota integrativa. Tale relazione è accompagnata da una nota degli amministratori del fondo che lo presentano agli investitori delineando le caratteristiche, le prospettive e gli eventi rilevanti.

La relazione semestrale invece si compone esclusivamente di una situazione patrimoniale, accompagnata da una nota illustrativa.

Il regolamento sulla gestione del risparmio fornisce dei modelli base di relazione di gestione da predisporre periodicamente a seconda del tipo di fondo. Il contenuto degli schemi è impostato in maniera minimale, essendo rimessa alle società di gestione la possibilità di ampliarne il contenuto informativo. Di seguito riporto gli schemi-tipo adottati:

---

<sup>77</sup> La materia è regolata dall'art. 6, comma 1, lett. c), numero 3, TUF, dalla direttiva AIFMD, art. 22, nonché dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013

ATTIVITÀ	Situazione al xx/xx/xxxx		PASSIVITÀ E NETTO	Situazione al xx/xx/xxxx
	Valore complessivo	In percentuale dell'attivo		
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b> !			<b>H. FINANZIAMENTI RICEVUTI</b>	
Strumenti finanziari non quotati			H1. Finanziamenti ipotecari	
A1. Partecipazioni di controllo			H2. Pronti contro termine passivi e operazioni assimilate	
A2. Partecipazioni non di controllo			H3. Altri (da specificare)	
A3. Altri titoli di capitale			<b>I. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI</b>	
A4. Titoli di debito			II. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati	
A5. Parti di OICR			I2. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati	
Strumenti finanziari quotati			<b>L. DEBITI VERSO I PARTECIPANTI</b>	
A6. Titoli di capitale			L1. Proventi da distribuire	
A7. Titoli di debito			L2. Altri debiti verso i partecipanti	!
A8. Parti di OICR			<b>M. ALTRE PASSIVITÀ (1)</b>	
Strumenti finanziari derivati			M1. Provvigioni ed oneri maturati e non liquidati	
A9. Margini presso organismi di compensazione e garanzia			M2. Debiti di imposta	
A10. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati quotati			M3. Ratei e risconti passivi	
A11. Opzioni, premi o altri strumenti finanziari derivati non quotati			M4. Altre	
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>			<b>TOTALE PASSIVITÀ</b>	
B1. Immobili dati in locazione			<b>VALORE COMPLESSIVO NETTO DEL FONDO (comparto) (2)</b>	
B2. Immobili dati in locazione finanziaria			Numero delle quote in circolazione (2)	
B3. Altri immobili			Valore unitario delle quote (2)	
B4. Diritti reali immobiliari				
<b>C. CREDITI</b> !				
C1. Crediti acquistati per operazioni di cartolarizzazione				
C2. Altri				
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>				
D1. A vista				
D2. Altri				
<b>E. ALTRI BENI</b>				
(da specificare)				
<b>F. POSIZIONE NETTA DI LIQUIDITÀ</b> !				
F1. Liquidità disponibile				
F2. Liquidità da ricevere per operazioni da regolare				
F3. Liquidità impegnata per operazioni da regolare				
<b>G. ALTRE ATTIVITÀ</b> !				
G1. Crediti per p.c.t. attivi e operazioni assimilate				
G2. Ratei e risconti attivi				
G3. Risparmio di imposta				
G4. Altre				
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>		100		

Situazione patrimoniale di un OICR chiuso. *Evidenziate in rosso le voci più rilevanti per un FIA che investe principalmente in crediti UTP.*

Fonte: *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.*

	Relazione al .....	Relazione esercizio precedente
<b>A. STRUMENTI FINANZIARI</b>		
Strumenti finanziari non quotati		
A1. PARTECIPAZIONI		
A1.1 dividendi e altri proventi		
A1.2 utili/perdite da realizzazioni		
A1.3 plus/minusvalenze		
A2. ALTRI STRUMENTI FINANZIARI NON QUOTATI	!	
A2.1 interessi, dividendi e altri proventi		
A2.2 utili/perdite da realizzazioni		
A2.3 plus/minusvalenze		
Strumenti finanziari quotati		
A3. STRUMENTI FINANZIARI QUOTATI		
A3.1 interessi, dividendi e altri proventi		
A3.2 utili/perdite da realizzazioni		
A3.3 plus/minusvalenze		
Strumenti finanziari derivati		
A4. STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI		
A4.1 di copertura		
A4.2 non di copertura		
Risultato gestione strumenti finanziari		
<b>B. IMMOBILI E DIRITTI REALI IMMOBILIARI</b>		
B1. CANONI DI LOCAZIONE E ALTRI PROVENTI		
B2. UTILI/PERDITE DA REALIZZAZIONI		
B3. PLUS/MINUSVALENZE		
B4. ONERI PER LA GESTIONE DI BENI IMMOBILIARI		
B5. AMMORTAMENTI		
Risultato gestione beni immobili		
<b>C. CREDITI</b> !		
C1. Interessi attivi e proventi assimilati		
C2. Incrementi/decrementi di valore		
Risultato gestione crediti		
<b>D. DEPOSITI BANCARI</b>		
D1. Interessi attivi e proventi assimilati		
<b>E. ALTRI BENI (da specificare)</b>		
E1. Proventi		
E2. Utile/perdita da realizzazioni		
E3. Plusvalenze/minusvalenze		
Risultato gestione investimenti		

F.	RISULTATO DELLA GESTIONE CAMBI				
F1.	OPERAZIONI DI COPERTURA				
F1.1	Risultati realizzati				
F1.2	Risultati non realizzati				
F2.	OPERAZIONI NON DI COPERTURA				
F2.1	Risultati realizzati				
F2.2	Risultati non realizzati				
F3.	LIQUIDITÀ				
F3.1	Risultati realizzati				
F3.2	Risultati non realizzati				
G.	ALTRE OPERAZIONI DI GESTIONE				
G1.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRONTI CONTRO TERMINE E ASSIMILATE				
G2.	PROVENTI DELLE OPERAZIONI DI PRESTITO TITOLI				
	Risultato lordo della gestione caratteristica				
H.	ONERI FINANZIARI				
H1.	INTERESSI PASSIVI SU FINANZIAMENTI RICEVUTI				
H1.1	su finanziamenti ipotecari				
H1.2	su altri finanziamenti (da specificare)				
H2.	ALTRI ONERI FINANZIARI				
	Risultato netto della gestione caratteristica				
I.	ONERI DI GESTIONE				
I1.	Provvigione di gestione SGR (1)				
I2.	Costo per il calcolo del valore della quota				
I3.	Commissioni depositario				
I4.	Oneri per esperti indipendenti				
I5.	Spese pubblicazione prospetti e informativa al pubblico				
I6.	Altri oneri di gestione				
L.	ALTRI RICAVI ED ONERI				
L1.	Interessi attivi su disponibilità liquide				
L2.	Altri ricavi				
L3.	Altri oneri				
	Risultato della gestione prima delle imposte				
M.	IMPOSTE (1)				
M1.	Imposta sostitutiva a carico dell'esercizio				
M2.	Risparmio di imposta				
M3.	Altre imposte				
	Utile/perdita dell'esercizio (1)				

Situazione reddituale di un OICR chiuso. *Evidenziate in rosso le voci più rilevanti per un FIA che investe principalmente in crediti UTP.*  
Fonte: *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.*

Il parametro principale che caratterizza la performance di un fondo d'investimento che investe in crediti è il *net asset value* (o *valore complessivo netto del fondo*).

Il valore complessivo netto è pari al valore corrente alla data di riferimento della valutazione, determinato in base ai criteri indicati nel Provvedimento di Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, Titolo V, Capitolo IV, Sezione II e dal Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 – delle attività che lo compongono al netto delle eventuali passività. Tale indicatore viene monitorato durante tutta la vita del fondo e viene calcolato periodicamente secondo delle tempistiche previste dal regolamento.

In termini generali, in conformità con le previsioni del Provvedimento Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, i crediti di natura finanziaria (i.e. derivanti da operazioni di finanziamento a breve o medio-lungo termine), siano essi derivanti da erogazioni effettuate a valere sul patrimonio dei fondi gestiti o acquistati direttamente sul mercato, sono valutati al loro valore presumibile di realizzo, tenendo anche conto di eventuali quotazioni di mercato, ove esistenti, nonché delle caratteristiche dei crediti.

I crediti deteriorati sono soggetti ad una valutazione periodica di tipo analitico che tiene conto delle specificità di ciascuno di essi: situazione giuridica, economica, patrimoniale e finanziaria dei soggetti obbligati, valorizzazione delle garanzie reali e personali che assistono il credito, strategia di gestione e recupero del credito e relativi costi di implementazione, contesto settoriale e, più in generale, del mercato. Tutti questi elementi vengono esaminati congiuntamente al fine di giungere ad una stima del controvalore del credito deteriorato che sia la più accurata possibile sulla base del patrimonio informativo disponibile in prossimità della data di valutazione. La determinazione del presumibile valore di realizzo di ciascun credito ha luogo attraverso l'applicazione del *Discounted Cash Flow Model*, la cui esecuzione si articola in due fasi:

- mappatura dei flussi di cassa attesi sul credito finanziario deteriorato, ovvero determinazione degli importi recuperabili e della relativa distribuzione temporale (c.d. business plan dei recuperi);
- scelta della curva di attualizzazione dei flussi in considerazione dei fattori di rischio considerati.

Ai fini della determinazione del business plan dei recuperi attesi su un credito finanziario deteriorato, viene innanzitutto selezionato lo scenario base nell'ambito del quale viene sviluppato il business plan con la relativa strategia di recupero che la società ad oggetto intende implementare al fine di perseguire il raggiungimento degli obiettivi previsti dal business plan stesso. Lo scenario individuato si distingue in going concern (continuità operativa) e gone concern (cessazione dell'attività). In uno scenario di continuità operativa si determinano i flussi di cassa operativi del debitore, o del garante, che vengono utilizzati a servizio del debito. È data facoltà di valorizzare anche gli eventuali importi recuperabili dalle garanzie che possono essere escusse nella misura in cui ciò non influisca sui flussi di cassa operativi. In uno scenario di cessazione dell'attività, dato il venir meno dei flussi operativi del debitore, il valore recuperabile è determinato attraverso la stima della liquidazione dell'attivo aziendale e/o dalla somma dei flussi di cassa futuri che possono risultare dall'escussione delle garanzie al netto della stima dei costi di recupero. Non si esclude la possibilità di una combinazione di questi due scenari (going e gone concern) in funzione delle specifiche caratteristiche della posizione creditizia.

Una delle voci principali che partecipa alla composizione del passivo dello stato reddituale del fondo è sicuramente la remunerazione della società di gestione. La sua struttura, che varia in base alle direttive regolamentari del fondo stesso, ha implicazioni sulla gestione del portafoglio di crediti e sul rapporto con le varie banche cedenti: per tale ragione è quantomeno necessario approfondire il tema.

Ogni SGR ha la facoltà di redigere le modalità di determinazione del proprio compenso attraverso specifiche disposizioni nel regolamento del fondo, specificando i parametri di riferimento per il relativo calcolo, che devono essere facilmente verificabili.

Per il calcolo delle commissioni si fa riferimento al valore complessivo netto del fondo. Il regolamento può inoltre prevedere forme di compenso legate al rendimento della gestione, parametrizzate ad alcuni indicatori definiti dal regolamento, c.d. commissione di performance (*performance fee* o *provvigione di incentivo*).

È molto comune che sia prevista anche una *commissione di strutturazione* (o *set-up fee*) legata al prezzo complessivamente corrisposto dal fondo per l'acquisto di tutti i crediti e ulteriori strumenti nel contesto del primo periodo di sottoscrizione. Tale commissione è vista dagli operatori di mercato come un premio per la società di gestione per l'istituzione del fondo.

La seconda remunerazione è la commissione di gestione per la SGR e, nel caso ci fosse un servicer, un'eventuale ulteriore commissione di servicing. Nella maggior parte dei casi la struttura di tale remunerazione è scissa in due parti, la prima, legata attraverso una percentuale fissa all'andamento del *net asset value*, viene pagata periodicamente e rappresenta la base commissionale della società di gestione, la seconda è una *commissione incentivante* (o *success fee*) che viene riconosciuta solo al raggiungimento di un determinato obiettivo. In fase di avviamento del fondo la definizione di un parametro da legare alla soglia di successo è una scelta strategica che influirà sulla gestione dei crediti per tutta la vita del FIA e il suo raggiungimento rappresenta, nella maggior parte dei casi, il massimo margine perseguibile dall'operazione.

I fondi d'investimento che prevedono commissioni d'incentivo al raggiungimento di determinati obiettivi sono più efficienti per diverse ragioni; in primis il meccanismo permette di "allineare" gli interessi dei gestori a quelli degli investitori<sup>78</sup>: entrambe le parti ottengono un beneficio superiore (rispettivamente, maggiore remunerazione e maggiore

---

<sup>78</sup> E. J. ELTON - M. J. GRUBER - C. R. BLAKE "Gli effetti delle commissioni d'incentivo sulle performance dei fondi comuni"; 2001



rendimento) quanto maggiore è la performance dell'investimento. A livello commerciale, l'ottenimento di commissioni d'incentivo positive dovrebbe essere importante, oltre che relativamente ad un maggior ricavo conseguito, ma anche perché esso rappresenta un'indicazione positiva a beneficio del mercato e dei futuri sottoscrittori in relazione alle performance passate del fondo.

Il *net asset value* del fondo è un indicatore primario dell'andamento economico del fondo, analizzato però in valore assoluto è di difficile interpretazione. Attraverso invece l'analisi del valore delle quote è possibile monitorare la performance del fondo e la sua vita residua.

Il regolamento del fondo può prevedere diverse classi di quote che attribuiscono diritti amministrativi e patrimoniali ai titolari delle stesse. Nel proseguo ipotizzeremo che il fondo emetta solo una tipologia di quota con stessi diritti per ogni possessore essendo il caso più comune per questa tipologia di fondo. Nell'ambito del primo periodo di sottoscrizione durante il quale vengono ceduti per apporto i primi crediti al fondo, le quote vengono sottoscritte dai quotisti al valore nominale, cioè con valore uno. Invece, le nuove quote, emesse in concomitanza di un nuovo periodo di sottoscrizione, sono sottoscritte al valore unitario alla data del relativo richiamo come risultante dall'ultimo documento contabile disponibile, al netto delle distribuzioni di proventi distribuibili e dei rimborsi parziali pro-quota di cui sia stata eventualmente deliberata la distribuzione tra la data del documento contabile di riferimento e la data di emissione delle nuove quote.

In linea generale il valore unitario della singola quota è pari al valore complessivo netto del fondo diviso per il numero delle quote emesse alla data della valorizzazione. Nel caso dei fondi comuni suddivisi in comparti, in cui ci sono diverse tipologie di quote, il valore unitario di ogni singola quota di partecipazione viene determinato con riferimento a ciascun comparto, dividendo il valore complessivo netto del comparto.

È chiaro quindi fin da subito il legame inscindibile che intercorre tra questi due parametri, al diminuire del NAV si riduce il valore unitario della quota.

Il calcolo del valore della quota e la relativa pubblicazione devono avvenire con cadenza almeno annuale<sup>79</sup> ma il regolamento del fondo può prevedere ulteriori periodi infrannuali in cui determinare il valore corrente delle quote, per esempio in occasione di nuove emissioni o di rimborsi delle stesse.

---

<sup>79</sup> Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio

Il rimborso delle quote non influisce sul numero di quote emesse dal fondo, bensì ne diminuisce il valore unitario. Secondo una periodicità prevista dal regolamento del fondo, i gestori procedono a distribuire ai quotisti la liquidità generata dalla gestione dei crediti al netto delle spese sostenute di competenza del fondo. Tali distribuzioni vengono calcolate proporzionalmente in base alle quote possedute dai vari investitori al momento della delibera dell'organo competente. Per come è strutturato il fondo, che procede periodicamente a distribuire la liquidità generata, il valore unitario quota tenderà a diminuire nel corso della vita del fondo, eliminando quindi gli effetti di riqualificazione degli attivi (cioè i crediti). Per questa ragione molto spesso viene utilizzato un ulteriore indicatore che può fungere da supporto per l'analisi dell'andamento del fondo. Mi riferisco al valore unitario quota adjusted; tale valore è calcolabile attraverso la seguente formula:

$$\text{VUQ adj} = \frac{(\text{NAV} + \text{Distribuzioni Comulate})}{\text{Quote cumulate}}$$

Il valore di frontiera del *VUQ adj* è uno, lo scostamento da tale limite rileva eventuali rivalutazioni o svalutazioni degli investimenti.

Il valore unitario quota è un dato ufficiale che, in ottemperanza alle direttive di Banca d'Italia, dev'essere comunicato periodicamente ai quotisti. Ciò nonostante, anche se non previsto da alcuna fonte legislativa, è prassi delle società di gestione, anche per finalità di trasparenza nei confronti degli investitori, di utilizzare ulteriori indicatori di performance che evidenziano in maniera più classica l'andamento del fondo. Mi riferisco, in particolare, a tassi che delineano il rendimento del fondo in un determinato periodo o in maniera cumulata dal suo avvio; tali tassi per come sono implementati non posso prescindere dal valore del NAV. Essi vengono calcolati in maniera molto semplice (la specificità è intrinseca al calcolo del net asset value) come se fossero dei tassi interni di rendimento (TIR), o *'internal rate of return'* con la finalità di valutare la redditività dell'investimento basandosi sul flusso di cassa previsto. In generale si considera il valore delle sottoscrizioni delle quote come il prezzo per l'investimento iniziale scorporato dalle distribuzioni effettuate durante la vita del fondo. Come valore finale che esprime i futuri flussi di cassa viene utilizzato appunto il NAV. Ogni posta inserita nel calcolo dev'essere accuratamente attualizzata al tasso target del fondo, il quale va aggiornato periodicamente in base al rendimento passato.

Da questi elementi è possibile individuare i principali drivers che concorrono a creare un rendimento per gli investitori. È evidente che riuscire a prezzare i crediti in maniera efficace

permette di incrementare le possibilità di generare profitto ma tale fase di acquisizione dev'essere valutata congiuntamente alla gestione del portafoglio crediti che permette creazione di valore per gli investitori. I crediti UTP sono crediti vivi che si evolvono in tempo reale, quindi c'è uno specifico metodo per gestirli nel modo più efficace<sup>80</sup>. E' proprio il CEO di Prelios a definire le componenti più importanti nella strutturazione di un fondo che consentono nella loro unione di delineare un metodo gestorio che generi profitto per gli investitori:

- Persone: per la loro competenza nella gestione del credito ed individuazione di soluzioni adeguate al risolvere le crisi aziendali;
- Tecnologia: il supporto al gestore dev'essere puntuale e sempre aggiornata attraverso *Artificial Intelligence*;
- Data management: la gestione del portafoglio e le scelte strategiche su cui essa poggia devono essere assistite da banche dati che vanno costantemente alimentate al fine di ottenere stime sempre più accurate.

### ***La derecognition dei crediti***

Nel corso dello studio ho più volte evidenziato come l'essenza di tali fondi sia per certi versi riconducibile ad un'accelerazione del processo di dismissione dei crediti problematici dai bilanci bancari. Vien da sé che l'effetto benefico indotto dall'applicazione della derecognition sui crediti rende questo strumento particolarmente appetibile da parte delle banche, le quali, previo ricorso al medesimo, migliorano i propri indici di bilancio senza rinunciare peraltro al rendimento riveniente dalla *performance* di un'attività volta ad ottimizzare il valore degli apporti.

Al fine di certificare la fuoriuscita di tali attivi dalle disponibilità patrimoniali delle banche devono ricorrere alcune condizioni che sono oggetto di un puntuale vaglio da parte della società di revisione, la quale, ai sensi dello IFRS 9 in materia di rilevazione ed eliminazione di attività, deve verificare. Riporto di seguito in maniera non esaustiva, le principali rilevazioni che la società di revisione incaricata deve effettuare:

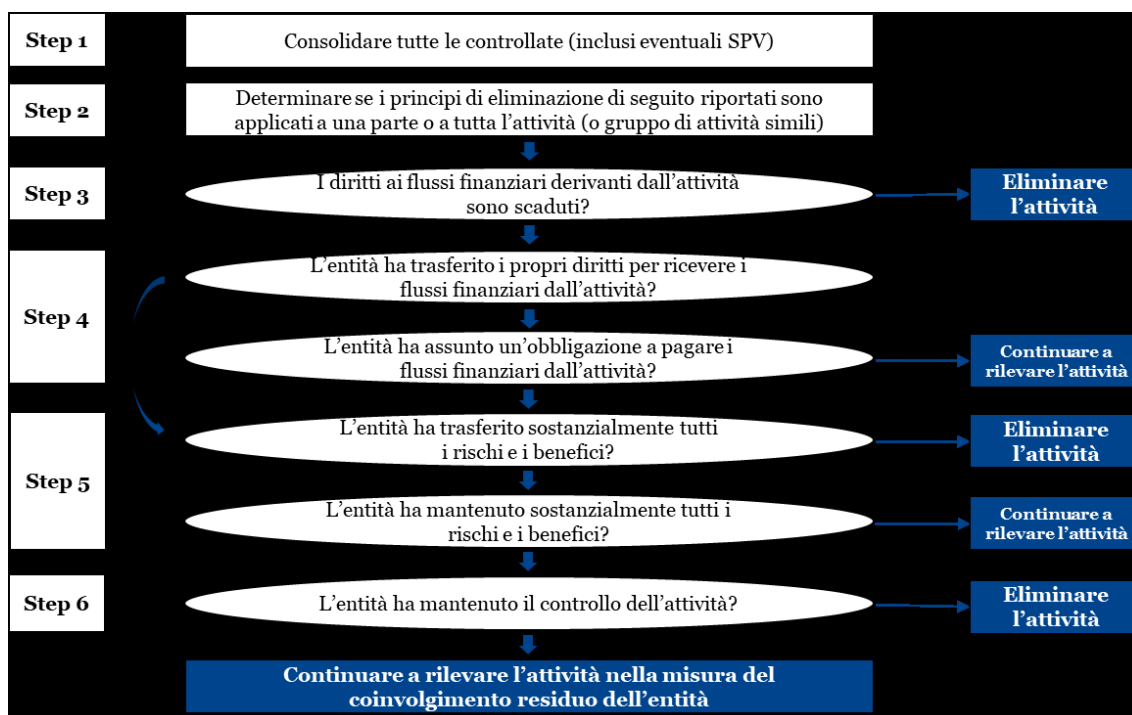
- che le banche non abbiano potere di indirizzo o di influenza sulla Società di gestione del risparmio e sulla gestione del FIA;

---

<sup>80</sup> Riccardo Serrini, Prelios, PWC luglio 2022

- che l'atto di apporto sia senza condizioni di 'aggiustamento di prezzo' legato al rischio intrinseco dei crediti;
- che l'esposizione verso il FIA non sia uguale a quella precedentemente esistente verso i crediti;
- che la sottoscrizione di quote sia effettuata da una pluralità di banche apportanti.

A livello pratico la società di revisione procede per step seguendo il c.d. "Albero delle decisioni".



Fonte: PWC

### Step 1 - Consolidare tutte le controllate

Questa prima analisi ha lo scopo di verificare che il rapporto che si instaura tra le banche aderenti e il fondo a seguito dell'operazione di cessione crediti possa configurare il controllo delle prime sul secondo<sup>81</sup>, ai sensi dell'IFRS 10, con l'obiettivo di stabilire qualora sussistano i requisiti per includere il fondo nel perimetro di consolidamento del gruppo.

<sup>81</sup> Ai sensi del paragrafo 6 dell'IFRS 10 la nozione di controllo si basa sulla coesistenza dei seguenti tre elementi:

- potere sull'entità oggetto di investimento;
- esposizione o diritti a rendimenti variabili derivanti dal rapporto con l'entità oggetto di investimento;

## **Step 2 – Determinare se i principi di eliminazione sono applicati a una parte o a tutte le attività**

La seconda fase, quasi preliminare, mira a stabilire se l'eliminazione contabile possa essere applicata a una parte dell'attività finanziaria (o una parte del gruppo di attività finanziarie simili) o all'attività finanziaria (o al gruppo di attività finanziarie simili) nella sua integralità.

A supporto di tale analisi intervengono le modalità attraverso cui sono stati ceduti i crediti: se ciascun contratto di cessione siglato dalle quotiste prevede il conferimento al fondo mediante cessione *pro soluto* da parte del sottoscrittore dei crediti per capitale, interessi maturati e maturandi, inclusi interessi di mora maturati e maturandi, penali, commissioni e ogni altro accessorio allora l'insieme dei crediti oggetto di cessione e i relativi diritti ai flussi, sia in linea capitale che interessi, rappresentano l'attività oggetto di cessione nella sua interezza.

## **Step 3 – I diritti ai flussi finanziari derivanti dall'attività sono scaduti?**

Secondo l'IFRS 9<sup>82</sup>, un ente finanziario deve eliminare contabilmente un'attività finanziaria esclusivamente quando alternativamente:

- i diritti contrattuali sui flussi finanziari derivanti dall'attività finanziaria scadono;
- l'entità trasferisce l'attività finanziaria<sup>83</sup> e il trasferimento soddisfa i criteri di ammissibilità per l'eliminazione contabile<sup>84</sup>.

- 
- capacità di esercitare il proprio potere sull'entità oggetto di investimento per incidere sull'ammontare dei suoi rendimenti.

<sup>82</sup> paragrafo 3.2.3

<sup>83</sup> 3.2.4: L'entità trasferisce l'attività finanziaria se e soltanto se:

- trasferisce i diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari dell'attività finanziaria, o
- mantiene i diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari dell'attività finanziaria, ma assume l'obbligazione contrattuale di pagare i flussi finanziari a uno o più beneficiari in un accordo che soddisfa le condizioni di cui al paragrafo 3.2.5.

<sup>84</sup> 3.2.6: Quando l'entità trasferisce l'attività finanziaria (cfr. paragrafo 3.2.4), deve valutare la misura in cui essa mantiene i rischi e i benefici della proprietà di tale attività. In questo caso:

- se l'entità trasferisce sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà dell'attività finanziaria, l'entità deve eliminare contabilmente l'attività finanziaria e rilevare separatamente come attività o passività qualsiasi diritto e obbligazione originati o mantenuti con il trasferimento;

In altri termini, un'attività finanziaria deve essere eliminata se i diritti contrattuali sui flussi di cassa da essa derivanti sono scaduti o sono stati annullati. Ciò accade quando un'obbligazione viene estinta con il rimborso o quando decadono i diritti che essa conferisce al possessore.

#### **Step 4 – L'entità ha trasferito i propri diritti per ricevere i flussi finanziari dall'attività?**

Un ente trasferisce un'attività finanziaria se e soltanto se (a) trasferisce i diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari dell'attività finanziaria, o (b) mantiene i diritti contrattuali a ricevere i flussi finanziari dell'attività finanziaria, ma assume l'obbligazione contrattuale di pagare i flussi finanziari a uno o più beneficiari in un accordo che soddisfa le condizioni di cui al paragrafo 3.2.5 (c.d. pass – through arrangements)<sup>85</sup>.

#### **Step 5 – L'entità ha trasferito sostanzialmente tutti i rischi e i benefici?**

Al momento del trasferimento di un'attività finanziaria, deve essere valutata la misura in cui la cedente mantiene i rischi e i benefici associati alla proprietà dell'attività finanziaria.

Il trasferimento dei rischi e dei benefici deve essere valutato confrontando l'esposizione dell'originator, prima e dopo il trasferimento, con la variabilità negli importi e nella tempistica dei flussi finanziari netti dell'attività trasferita. Un'entità, quindi, ha trasferito sostanzialmente

- 
- se l'entità mantiene sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà dell'attività finanziaria, l'entità deve continuare a rilevare l'attività finanziaria;
  - se l'entità non trasferisce né mantiene sostanzialmente tutti i rischi e i benefici della proprietà dell'attività finanziaria, l'entità deve determinare se ha mantenuto il controllo dell'attività finanziaria.

<sup>85</sup> Devono essere soddisfatte le tre condizioni:

- a) l'entità non ha l'obbligazione di corrispondere importi ai beneficiari finali a meno che incassi importi equivalenti dall'attività originaria. Le anticipazioni a breve termine da parte dell'entità con il diritto al recupero totale dell'importo prestato più gli interessi rilevati secondo i tassi di mercato non violano questa condizione;
- b) le condizioni del contratto di trasferimento impediscono all'entità di vendere o di impegnare l'attività originaria salvo quando questa è a garanzia dell'obbligazione a corrispondere flussi finanziari ai beneficiari finali;
- c) l'entità ha l'obbligazione di trasferire qualsiasi flusso finanziario che incassa per conto dei beneficiari finali senza un ritardo rilevante. Inoltre, l'entità non ha diritto a reinvestire tali flussi finanziari, se non per investimenti in disponibilità liquide o mezzi equivalenti (ai sensi dello IAS 7 Rendiconto finanziario) durante il breve periodo di regolamento dalla data di incasso alla data del dovuto pagamento ai beneficiari finali, e gli interessi attivi su tali investimenti vengono trasferiti ai beneficiari finali.

tutti i rischi e i benefici della proprietà di un'attività finanziaria se la propria esposizione a tale variabilità non è più significativa in relazione alla variabilità totale nel valore attuale dei futuri flussi finanziari netti associati all'attività.

Al fine di valutare se ci sia stato o meno il trasferimento della sostanzialità dei rischi e benefici, l'approccio metodologico<sup>86</sup> prevede:

- un'analisi qualitativa, basata sull'esame della contrattualistica e sull'individuazione delle clausole rilevanti ai fini della derecognition. Il principale rischio associato ai crediti è il rischio di credito, il quale è commisurato in relazione sia alla capacità autonoma del debitore ceduto di ripagare i crediti in oggetto, sia alle eventuali garanzie poste in essere a supporto del credito stesso. Al fine di esaminare l'effettivo trasferimento del rischio è opportuno analizzare le clausole contrattuali<sup>87</sup> che potrebbero rappresentare delle mitigazioni dei rischi oggetto di trasferimento in capo al cessionario o creare un legame tra la *performance* dei crediti ceduti, intesa come ammontare dei flussi incassati, siano essi rivenienti dal debitore o dal realizzo delle garanzie e relativi tempi di incasso, e il costo di cessione sostenuto dal cedente.

Nel caso in cui tale analisi non sia sufficiente sarà necessario procedere con:

- un'analisi quantitativa, basata sulla misurazione del trasferimento dei rischi e benefici. L'IFRS 9, paragrafo 3.2.7 afferma che tale trasferimento è da considerarsi efficace ai fini della cancellazione contabile se i rischi e i benefici dell'attività finanziaria cambiano in modo significativo come risultato del trasferimento. Ciò premesso occorre osservare che il test quantitativo da svilupparsi deve opportunamente pesare sull'elemento di diversificazione che caratterizza l'operazione. Per quantificare l'effetto di diversificazione del portafoglio post-cessione, che si manifesta nei flussi delle quote del fondo, preliminarmente alla misurazione dei rischi e benefici trattenuti o trasferiti è prassi definire un modello matematico complesso con l'obiettivo di intercettare circostanze nelle quali l'effetto di diversificazione per importo, natura e rischio degli apporti al fondo sono tali da modificare sostanzialmente il profilo di esposizione alla variabilità dei rischi e benefici derivanti dal fondo, in cambio dei crediti oggetto di cessione

---

<sup>86</sup> In linea con la previsione dell'IFRS 9 paragrafo 3.2.7 e 3.2.8

<sup>87</sup> Le clausole tipiche del contratto di cessione che per loro natura o modalità di definizione, potrebbero contenere degli elementi di mitigazione del rischio trattenuti dal cedente:

- corrispettivo di cessione;
- mantenimento di un significativo interesse economico nell'Operazione (opzioni di riacquisto, garanzie rilasciate e sottoscrizione delle Quote del Fondo).





## CONCLUSIONI

Lo studio appena concluso ha approfondito le diverse fasi della gestione di crediti “problematici”, partendo dall’esigenza della banca di cederli, arrivando alla trasformazione degli stessi in strumenti finanziari che garantiscono rendimenti alle stesse banche cedenti. Giunti a questo punto è quantomeno necessario evidenziare alcune fondamentali considerazioni.

In primo luogo, i crediti che in Italia definiamo “UTP”, e che più propriamente le previsioni di Banca d’Italia chiamano “Inadempienze Probabili”, rientrano a tutti gli effetti, secondo le discipline euro-nazionale, tra le “*Non Performing Exposures*” assoggettate alle regole del *Calendar Provisioning*, le quali prevedono, come è stato lungamente approfondito, svalutazioni e appostamenti a riserva difficilmente compatibili con lo stock di “UTP” di titolarità del ceto bancario italiano, stimato in oltre 40 miliardi di euro. Volumi di queste dimensioni non possono che, in mancanza di una gestione proattiva (per la quale non va ad intendersi la mera rimodulazione delle linee di credito), deteriorarsi ulteriormente e in maniera esponenziale rientrando nella più negativa categoria delle “Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate” ovvero, eventualmente, in quella delle “Sofferenze”. Questo aspetto è ritenuto preoccupante dal legislatore europeo che, al fine di evitare che il sistema bancario non abbia più modo di detenere in pancia questa particolare categoria di crediti dovendo cederli a condizioni dannose sia per la banca che per il soggetto ceduto, sta provvedendo ad ampliare le possibilità operative delle società veicolo di cartolarizzazione. In particolare, il legislatore si è concentrato sulle attività che il fondo d’investimento può avviare in modo da gestire in un’ottica di recupero, e non di liquidazione, finanziamenti concessi a controparti che sono soggette a situazioni di crisi temporanea, dovuti ad andamenti negativi dell’economia o del settore in cui operano, prospettando il ritorno *in bonis* attraverso la revisione o l’ampliamento delle linee finanziarie o la riduzione della leva finanziaria mediante aumenti di capitale.

È evidente che le difficoltà intrinseche ad ogni tipologia di debitore possono essere superate esclusivamente attraverso una progettazione specifica di risanamento che incorpori operazioni di ristrutturazione per la posizione debitoria ed eventualmente preveda concessione di nuova finanza. Le competenze per avviare processi di questo tipo sono le più eterogenee, essendo la categoria delle “Inadempienze Probabili” un calderone in cui si trovano situazioni creditorie enormemente diverse. È dunque abbastanza evidente, causa la relativa genericità delle condizioni sottostanti alla classificazione ad UTP, che all’interno della

categoria si ritroveranno crediti di taglio estremamente diverso, che hanno raggiunto tale classificazione in tempi differenti, relativi a debitori riconducibili a soggetti diversi, consumatori o aziende, che operano all'interno di settori economici tra loro non omogenei, caratterizzati da garanzie di diverso valore ed escutibilità, con il debitore collocato in zone o territori segnati diversamente dalla crisi e con diverse probabilità di recupero. Queste e molti altri aspetti concorrono a rendere necessaria l'implementazione di modelli gestori decisamente difforni e modellati alla singola fattispecie di cui si tratta. La conseguenza, figlia anche del bisogno di ottimizzare le capacità dei gestori, sarà la creazione di fondi d'investimento sempre più e specifici al costo di perdersi in termini diversificazione ma guadagnarci in ottica di amministrazione delle singole posizioni debitorie. A titolo esemplificativo si possono immaginare fondi ad apporto specializzati in crediti UTP con sottostante crediti garantiti da real estate affiancati da società specializzate in vendita immobiliare e valorizzazione degli asset, si possono immaginare fondi che acquistano solo crediti derivanti da contratti di leasing, o ancora, fondi che investono in crediti UTP vantati nei confronti della pubblica amministrazione in cui il fattore principale per strutturare processi di recupero è il tempo, o infine, se non bastasse, fondi d'investimento che investono in crediti UTP di piccolo taglio per cui la gestione non può essere integralmente "personalizzata" e si deve ricorrere a modelli di stampo statistico e probabilistico.

Dal lato dell'investitore e della società di gestione del risparmio l'investimento in fondi ad apporto in crediti deteriorati garantisce un'opportunità di mercato sicuramente appetibile per diverse ragioni. Una delle quali è riconducibile alla natura dei crediti deteriorati che rappresentano un asset anticiclico rispetto all'andamento generale dell'economia. Per un fondo, questa caratteristica si traduce in una notevole opportunità di potenziale guadagno dal momento che, in economie in difficoltà, sarà maggiore il numero delle imprese economicamente sane, ma in dissesto finanziario, la cui valutazione è potenzialmente distorta al ribasso in relazione al trend generale della crisi in atto. In un contesto finanziario negativo come quello attuale, caratterizzato da prospettive di rapida ripresa, ma influenzato negativamente da eventi macroeconomici negativi, esterni all'economia, come la pandemia e il conflitto russo/ucraino, un investimento di questo genere non può che rappresentare una chiara opportunità di guadagno e di sviluppo di nuovi strumenti finanziari di risparmio gestito. Infine, per dare un'ultima prospettiva di lettura al fenomeno finanziario proposto, evidenzio come i fondi comuni di ristrutturazione, volutamente nominati in questo modo per risaltare la finalità di gestire attivamente il debitore per supportarlo in un processo di ristrutturazione finanziaria e aziendale, consentono in quest'ottica di recuperare valore dal

credito “problematico” ceduto piuttosto che distruggerlo. Seguendo tale approccio si tenderebbe dunque ad allineare gli interessi della banca con quelli delle imprese in difficoltà, con verosimili vantaggi per entrambe le parti.

Per concludere reputo necessario, al fine di garantire una esamina del fenomeno attuale e esaustiva, fare un piccolo richiamo al nuovo “Codice della crisi e dell’insolvenza” entrato in vigore in Italia lo scorso luglio a seguito dell’approvazione del Decreto Legislativo n.83 del 17 giugno 2022. Tale Codice in maniera sintetica ha ad oggetto: i) l’introduzione di misure di *early warning* che impongono alle società di rilevare tempestivamente situazioni che possono compromettere la condizione finanziaria dell’impresa; ii) l’introduzione della composizione negoziata della crisi, uno strumento per ristrutturare i credi della società in maniera non giudiziale; iii) l’introduzione di accordi di ristrutturazione ad efficacia estesa, iv) l’introduzione di piani di ristrutturazione soggetti ad omologazione (che prevede la suddivisione obbligatoria dei creditori in classi e l’approvazione del piano all’unanimità delle classi); v) l’apporto di significative modifiche alla procedura di concordato preventivo.

Ritengo che il nuovo Codice avrà nel futuro un ruolo chiave nella gestione dei crediti deteriorati ma, al momento, non essendo ancora dotato il panorama italiano di figure professionali con le competenze necessarie per dare attuazione in maniera efficiente alla nuova normativa, l’influenza attuale sull’operatività delle banche e dei fondi è molto residuale.

## BIBLIOGRAFIA

A. Malinconico - F. Parente, “Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce”, in *Bancaria*, 5, 2017.

ABI – Cerved, “Stima e previsione dei tassi di deterioramento delle società non finanziarie per fascia dimensionale”, febbraio 2022.

AIFIRM, Position Paper n. 17 “La nuova definizione di default”.

AIFIRM, Position Paper n. 23 “Implementare il Calendar Provisioning: regole e impatti”, 7 ottobre 2020.

Alessandro Bottino e Luca Lovera, “Le esposizioni finanziarie bancarie deteriorate”, Giuffrè, 2020.

Angelini, “I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema, relazione tenuta nel convegno «NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori»”, organizzato dalla Rivista bancaria Minerva bancaria, Roma, 2019.

Annunziata, “Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme”, Milano, 2017.

Arturo Cafaro, “Crediti deteriorati (npl): l’evoluzione della regolamentazione è pienamente soddisfacente anche nell’ottica della preservazione del valore per il sistema paese?”, *Rivista bancaria - Minerva Bancaria*, n. 2 – 3, 2019.

ASB, International Financial Reporting Standard (IFRS) 9 “Financial Instruments, 2014.

Banca Centrale Europea, “Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate”, 15 marzo 2018.

Banca Centrale Europea, “Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE”, 2019.

Banca Centrale Europea, “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati NPL”, marzo 2017.

Banca d'Italia, “Indagine sulla gestione delle Inadempienze Probabili”, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, N. 28, Marzo 2022.

Banca d'Italia/Consob/Ivass, “Documento n. 8: Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-soluto di crediti unlikely to pay (“UTP”) in cambio di quote di fondi di investimento”; 2020.

Banca Ifis, Report “Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing”, 2021.

Bassan, “Unlikely to pay regulation and management, the new challenges”, in Bancaria, 2019.

Bebeez, “Npl e altri crediti deteriorati. Tutti i deal del 2021”, gennaio 2022.

Bongini, Di Battistanieri, “La gestione dei crediti deteriorati: un percorso a ostacoli tra soluzioni individuali e soluzioni di sistema, in Economia e diritto del terziario”, 2016.

Capriglione, “Idea Fondi di credito per ripulire dagli Npl i bilanci delle banche”, in Repubblica - Affari e finanza, 2018.

Carriere, “I fondi comuni di ristrutturazione: tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione”, in Riv. delle società, 2016.

Cfr. A. Pisaneschi, “La normativa creditizi sugli Unlikely to pay e la direttiva 2019 N. 1023 sulla ristrutturazione preventiva”, in Crisi d'Impresa e Insolvenza, 2020.

Comitato di Basilea,” Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali”, 2004.

Consiglio Europeo, “Conclusioni del Consiglio sul piano d'azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa”, Comunicato stampa 459/17, 2017.

Credit crunch. Credit funds. Roma, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro Martedì 16 luglio 2013.

D. Rossano, “La problematica dei crediti deteriorati. Rischi e opportunità”, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, Napoli, 2019.

E. J. Elton, M. J. Gruber, C. R. Blake, “Gli effetti delle commissioni d'incentivo sulle performance dei fondi comuni”, 2001.

European Banking Authority, Implementing Technical Standards (ITS), 7 novembre 2019.

F. Capriglione, “La problematica dei crediti deteriorati”, in Riv. trim. dir. Econ., suppl. 2/2019.

F. Cesarini, “Le conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive di crediti deteriorati: alcune riflessioni”, Bancaria, 2019.

F. Sartori, “Diritto alla gestione degli attivi problematici (Non performing Loans): linee dell'evoluzione normativa”, in Rivista di diritto bancario, 2018.

Federico Bonanni, “Le prospettive del mercato del restructuring”, KPMG, giugno 2021.

La Torre, Vento, Chiappini, Lia, “Cessione degli Npl e reazione dei mercati: c'è un vuoto a rendere?”, in Bancaria, 2019.

Luca Annibaletti, “Ruolo e compiti del consulente aziendale nella soluzione delle crisi aziendali reversibili”, in Crisi di impresa e ristrutturazione del debito, I, Vita e Pensiero, 2014.

M. Ferfoggia, “Manuale pratico di banca”, Aracne editrice, 2020.

M. Ferfoggia, G. Soldi, “Bilancio Bancario e IFRS 9”, Paper AnalisiBanka, 2018.

Messina, “Unlikely to pay, potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato”, in Rivista trimestrale di diritto dell’economia, 2, 2019.

Odcec Milano Commissione Finanza e Controllo di Gestione, “Rating Advisory - Linee Guida per il monitoraggio proattivo del merito creditizio e l’assegnazione del rating d’impresa”, Milano, 2015.

Paolo Angelini, “Gli alti livelli di NPL indeboliscono la capacità delle banche di erogare credito?”, Moneta e Credito, 71 (282): 129-138, 2018.

Paolo Rinaldi, Giannicola Rocca, “Gestione e valorizzazione degli Unlikely to pay: aspetti normativi, fiscali e operativi”, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, Milano, 2022.

Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Direttiva (UE) 2021/2167, 24 novembre 2021.

Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento (UE) 2019/630, 17 aprile 2019.

Parlamento Europeo e Consiglio Europeo, Regolamento UE 2017/2402 il c.d. “Regolamento Cartolarizzazioni”, 2017.

Parlamento Italia, Decreto Cura Italia, convertito in Legge 24.4.2020 n. 27, 2020.

Pilati, “Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità, Banca d’Italia”, 2017.

PWC, “The italian NPE Market: Wind of change”, luglio 2021.

Sciarrone Alibrandi, “Brevi note sulla L. 30 aprile 1999, n. 130, recante disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti”, in Banca Borsa e titoli di credito, 1999.

Shein, J. B., Haines, N., Horstmann, M., Kaulfus, T., Koester, C., Koo, W., & Landin, J. L. “Parmalat USA turnaround”, 5-208-253. Evanston, IL: Kellogg School of Management at Northwestern University, 2008.

Ugo Malvagna, Antonella Sciarrone Alibrandi, “I crediti deteriorati tra stabilità finanziaria e non esclusione sociale. Verso la sostenibilità dell’ecosistema del credito”, *Analisi Giuridica dell’Economia*, Fascicolo 2, dicembre 2020.

V. Lemma, “I fondi NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?”, in *Riv. trim. econ.*, suppl. 2/2019.



## SITOGRAFIA

<http://ebookcentral.proquest.com/lib/unive3-ebooks/detail.action?docID=6452801>,

Corporate Financial Distress Tron, Alberto. Corporate Financial Distress: Restructuring and Turnaround, Emerald Publishing Limited, 2021. ProQuest Ebook Central.

[iusletter.com/sui-vecchi-npl-linea-soft-della-bce-banca-avra-target](https://iusletter.com/sui-vecchi-npl-linea-soft-della-bce-banca-avra-target), Sui vecchi Npl linea soft della Bce: ogni banca avrà il proprio target.

[www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html](http://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html), I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPL) del sistema bancario italiano - Domande e risposte.

[www.italypost.it/la-stretta-bce-tetto-agli-npl-banca-banca](http://www.italypost.it/la-stretta-bce-tetto-agli-npl-banca-banca), PANTALEO, “Banche in rialzo: BCE più soft sugli NPL. La view degli analisti”.

[www.trend-online.com/prp/banche-bce-npl-vantaggi-analisti](http://www.trend-online.com/prp/banche-bce-npl-vantaggi-analisti) Cfr. PANTALEO, Banche in rialzo: BCE più soft sugli NPL. La view degli analisti.

[www.trend-online.com/prp/banche-bce-npl-vantaggi-analisti/](http://www.trend-online.com/prp/banche-bce-npl-vantaggi-analisti/), Cfr. MASSARO, La stretta Bce: il tetto agli npl banca per banca.

[www.creditvillage.news/2021/02/08/mercato-npe-osservatorio-credit-village-nel-2020-oltre-42-miliardi-di-gbv-transato-per-483-operazioni/](http://www.creditvillage.news/2021/02/08/mercato-npe-osservatorio-credit-village-nel-2020-oltre-42-miliardi-di-gbv-transato-per-483-operazioni/) Mercato NPE, Mercato NPE, Osservatorio Credit Village: nel 2020 oltre 42 miliardi di GBV transato per 483 operazioni.