



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



FONDAZIONE
COMMERCIALISTI
ODCEC di MILANO

SAF • SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

I QUADERNI

numero

88

A cura di:

Paolo Rinaldi, Giannicola Rocca

GESTIONE E VALORIZZAZIONE DEGLI *UNLIKELY TO PAY*: ASPETTI NORMATIVI, FISCALI E OPERATIVI

COMMISSIONE CRISI, RISTRUTTURAZIONI E RISANAMENTO DI IMPRESA



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



SAF • SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

I QUADERNI

numero

88

A cura di:

Paolo Rinaldi, Giannicola Rocca

GESTIONE E VALORIZZAZIONE DEGLI *UNLIKELY TO PAY*: ASPETTI NORMATIVI, FISCALI E OPERATIVI

COMMISSIONE CRISI, RISTRUTTURAZIONI E RISANAMENTO DI IMPRESA

SOMMARIO

Prefazione

LA GESTIONE PROATTIVA DEI CREDITI NON PERFORMANTI _____ 7

A cura di FRANCESCO PERRINI

1 LA DIMENSIONE DEI CREDITI UTP E IL RELATIVO MERCATO _____ 11A cura di FABRIZIO AMATIZI, DAVID ANAV, ROBERTO BARBARULO, MARCO BRUGOLA, GABRIELE GUGGIOLA,
ANTONIO LANDI, MARCO LEONE, SALVATORE LOMBARDO, LORENA PONTI, VALENTINA ROGGIANI _____ 11

1.1	DEFINIZIONE E TIPOLOGIA	12
1.2	IL MERCATO DEGLI UTP: SVILUPPI RECENTI E PROSPETTIVE FUTURE	16
1.3	LA SEGMENTAZIONE DEL MERCATO UTP, TRA REAL ESTATE E CORPORATE	21
1.3.1	PREMESSA	21
1.3.2	LA SEGMENTAZIONE DEL MERCATO UTP	21
1.3.3	UTP REAL ESTATE - LOGICHE DI VALORIZZAZIONE	22
1.3.4	PORTAFOGLI DI UTP REAL ESTATE - INDICATORI DI COMMERCIALIZZABILITÀ E DI POTENZIALITÀ DI VALORIZZAZIONE	25
1.3.5	UTP CORPORATE - PARAMETRI DI SEGMENTAZIONE	27
1.4	LE POLICY DI DERISKING E DERECOGNITION E LE RELATIVE CONSEGUENZE SUL MERCATO UTP	29
1.5	GLI OPERATORI BUY-SIDE	32
1.5.1	GLI INVESTITORI	32
1.5.2	L'ATTIVITÀ DI SERVICING	34
1.5.3	LA NUOVA FINANZA UTP E SOSTEGNO FINANZIARIO AI DEBITORI: PREMESSE	37
1.5.4	POSSIBILI FORME DI SOSTEGNO FINANZIARIO E RELATIVE NECESSARIE CAUTELE	37
1.5.5	SOSTEGNO FINANZIARIO: PROCEDIMENTO, CAUTELE E MITIGANTS	40
1.5.6	SFIDE APPLICATIVE: L'IMPORTANZA DI GESTIRE IL CAPITALE CIRCOLANTE E L'APPROCCIO DELLE IMPRESE	42

2 ASPETTI REGOLAMENTARI DEI CREDITI UTP E LE VALUTAZIONI DEGLI ACQUIRENTI _____ 44A cura di ROBERTO BARBARULO, CLAUDIO BATTISTELLA, PIETRO DIANA, ANTONIO LANDI,
PAOLO RINALDI, GIULIANO SOLDI, PAOLA TONDELLI

2.1	MISURAZIONE E CLASSIFICAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI	46
2.2	MODELLO DI IMPAIRMENT	48
2.2.1	RAPPRESENTAZIONE DELLE OPERAZIONI DI COPERTURA	51
2.2.2	MODIFICHE AGLI SCHEMI DI BILANCIO E ALLA NOTA INTEGRATIVA	51
2.2.3	IL SIGNIFICATIVO INCREMENTO DEL RISCHIO	52
2.2.4	LE COPERTURE SUGLI UTP E LE POLITICHE DI CANCELLAZIONE	56
2.2.5	LE VALUTAZIONI DEGLI UTP LATO ACQUIRENTE	63
2.2.6	IL PROCESSO DI IDENTIFICAZIONE DELLE ESPOSIZIONI UTP TARGET	63
2.2.7	LE CATEGORIE DI OPERATORI SPECIALIZZATI NELL'ACQUISTO DEI CREDITI UTP	65
2.2.8	LE ASIMMETRIE INFORMATIVE TRA DEBITORE, BANCA E INVESTITORE	71
2.2.9	IL VALORE INTRINSECO DEL CREDITO ED IL SUO VALORE DI MERCATO	73
2.2.10	DEFINIZIONE DI RISCHIO INTRINSECO	74
2.2.11	LA GESTIONE DEL CREDITO UTP (ATTIVA O PASSIVA)	74
2.3	CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI	78
2.3.1	METODI DI VALUTAZIONE UTP PREMESSE ED INTRODUZIONE	78
2.3.2	LA VALUTAZIONE NEGLI SCENARI GOING CONCERN E GONE CONCERN	79
2.3.3	METODI VALUTATIVI (DCF E AQR), CON APPENDICE METODOLOGICA	79

3 IL RUOLO DEL DOTTORE COMMERCIALISTA NELLA GESTIONE DEI CREDITI UTP 89

A cura di LUCA ANNIBALETTI, ROBERTO CIAMBRONE, FEDERICO COSTA, STEFANO FOCACCIA, MARCO LEONE, GIANNICOLA ROCCA, LUCIANO TARANTINO

3.1	IL RUOLO DI VALUTATORE INDIPENDENTE DI UTP	91
3.1.1	PREMESSA	91
3.1.2	INQUADRAMENTO NORMATIVO	92
3.1.3	OPZIONI ORGANIZZATIVE PER IL PRESIDIO DELLE ATTIVITÀ PROPRIE DELLA FUNZIONE DI VALUTAZIONE	93
3.2	IL CONTRIBUTO DEL DOTTORE COMMERCIALISTA NELLA GESTIONE DEI CREDITI UTP ATTRAVERSO RUOLI DI SUPPORTO NELL'AMBITO DELL'ESECUZIONE DEI PIANI DI RISANAMENTO	95
3.3	IL CRO O CHIEF RESTRUCTURING OFFICER	96
3.3.1	IL LIQUIDATORE INDIPENDENTE	99
3.3.2	L'OBSERVER	99
3.3.3	IL BUSINESS MONITORING AGENT	100
3.3.4	IL RAPPRESENTANTE COMUNE DEI TITOLARI DI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI	101
3.4	LA GESTIONE DEL CREDITO UTP CORPORATE NELLA LOGICA TURNROUND	102
3.4.1	IMPATTO DELLA CESSIONE DEL CREDITO UTP SUL PROCESSO DI RISANAMENTO DI IMPRESA	103
3.5	IL RUOLO DEI VARI SOGGETTI NELLA FASE DI DEFINIZIONE DEL PIANO	104
3.5.1	LE FUNZIONI DEL FINANCIAL ADVISOR	105
3.5.2	L'INTERVENTO DEL CHIEF RESTRUCTURING OFFICER (CRO)	108
3.5.3	PERIMETRO DI INTERVENTO DEL CRO NELLA FASE DI MESSA IN SICUREZZA DELL'AZIENDA	111
3.6	OBIETTIVO DEL RISANAMENTO	112
3.7	LE FUNZIONI DEL CRO NELLA FASE DI REDAZIONE DEL PIANO INDUSTRIALE	114
3.8	LA FASE DI ESECUZIONE DEL PIANO	117
3.8.1	L'EXIT DI SUCCESSO DALL'INVESTIMENTO E IL RIENTRO IN BONIS	117
3.8.2	IL RUOLO DELL'INVESTITORE IN CASO DI DIFFICOLTÀ NEL TURNAROUND	118
3.9	CONCLUSIONI	118

4 GLI ASPETTI REGOLAMENTARI DEI CREDITI UTP 119

A cura di CLAUDIO BATTISTELLA, RICCARDO CAMMARATA, SIMONE MASCELLONI, PAOLO RINALDI

4.1	LA DEFINIZIONE DI UTP E LA CIRCOLARE DI BANCA D'ITALIA	119
4.2	LE DISPOSIZIONI REGOLAMENTARI EUROPEE: GUIDELINES BCE/EBA	123
4.2.1	CAMBIAMENTO DI STRATEGIA	125
4.2.2	GOVERNANCE ED ASSETTI OPERATIVI INTERNI ALLA BANCA	128
4.2.3	LE MISURE DI TOLLERANZA (FORBEARANCE)	132
4.2.4	RILEVAZIONE DEGLI UTP	137
4.3	IL CALENDAR PROVISIONING E LA NUOVA DEFINIZIONE DI DEFAULT	143
4.3.1	LE FONTI NORMATIVE E LA DISCIPLINA DEL CALENDAR PROVISIONING	143
4.3.2	GLI EFFETTI DEL CALENDAR PROVISIONING SULLA GESTIONE DEGLI UTP	148
4.3.3	LA NUOVA DEFINIZIONE DI DEFAULT	150

5 LA CIRCOLAZIONE DEGLI "UTPS" IN ITALIA. DEFINIZIONI, PROBLEMI E (POSSIBILI) MODELLI OPERATIVI 157

A cura di NICCOLÒ PISANESCHI

5.1	INTRODUZIONE	157
-----	--------------	-----

5.2	IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO	160
5.3	LA DISCIPLINA DEL <i>CALENDAR PROVISIONING</i> : SINTESI ED EFFETTI SULLA CIRCOLAZIONE DEGLI "UTP"	164
5.4	LA CESSIONE DEL CREDITO EX ART. 1260 C.C. S.S.	167
5.5	CARTOLARIZZAZIONI E "INADEMPIENZE PROBABILI". NUOVE INIZIATIVE LEGISLATIVE A TUTELA DELL'ISTITUTO	172
5.6	IL TRASFERIMENTO DI CREDITI " <i>UNLIKELY TO PAY</i> " IN CAMBIO DI QUOTE DI "FONDI DI RISTRUTTURAZIONE"	178
5.7	IL DETERIORAMENTO DEGLI "UTP" TRA ALLERTA PRECOCE E PREVISIONI DI DIRITTO FALLIMENTARE. NOTE GENERALI	182
5.8	RIFLESSIONI CONCLUSIVE	188

6 ASPETTI FISCALI DELLA GESTIONE 190

A cura di MASSIMO **CASTRUCCI**, FRANCESCO **GUELFI**

6.1	PERIMETRO DELL'INDAGINE: LE STRUTTURE PIÙ COMUNI PER L'INVESTIMENTO IN CREDITI UTP	190
6.2	TRATTAMENTO TRIBUTARIO DELLA CESSIONE DEI CREDITI UTP AI FINI DELL'IMPOSTA DI REGISTRO E SUL VALORE AGGIUNTO	195
6.2.1	LA CESSIONE DEI CREDITI	195
6.2.2	LA NOZIONE DI RECUPERO DEI CREDITI	199
6.3	REGIME TRIBUTARIO DEL VEICOLO ITALIANO ACQUIRENTE DEI CREDITI UTP (VEICOLO 130 O FONDO CHIUSO ITALIANO)	200
6.3.1	L'IMPOSIZIONE DIRETTA SUI REDDITI PRODOTTI DAI PORTAFOGLI DI UTP IN CAPO AL VEICOLO 130	200
6.4	LE RITENUTE SUGLI INTERESSI DA GIACENZE SU CONTI CORRENTI BANCARI	202
6.5	L'IMPOSIZIONE DIRETTA SUI REDDITI PRODOTTI DAI PORTAFOGLI DI UTP IN CAPO AL FONDO ITALIANO CHIUSO SPECIALIZZATO IN CREDITI	204
6.6	REGIME FISCALE DELLE NOTE EMESSE DA VEICOLI 130 E DELLE QUOTE DI FONDI ITALIANI CHIUSI SPECIALIZZATI IN CREDITI	205
6.7	REGIME FISCALE DELLE PLUSVALENZE E MINUSVALENZE GENERATE IN RELAZIONE ALLE NOTE EMESSE DA VEICOLI 130	210
6.8	REGIME FISCALE DEI REDDITI DI CAPITALE E DELLE PLUSVALENZE E MINUSVALENZE IN RELAZIONE ALLE QUOTE EMESSE DA FONDI DI INVESTIMENTO ITALIANI SPECIALIZZATI IN CREDITI	213
6.9	IMPOSTA DI BOLLO SULLE COMUNICAZIONI FINANZIARIE	215
6.10	IL <i>SERVICING</i>	215
6.11	LE VICENDE SUCCESSIVE ALL'ACQUISTO DEI CREDITI: LA RISTRUTTURAZIONE	219
6.12	IL RIPOSSESSAMENTO DEGLI IMMOBILI MEDIANTE SOCIETÀ IMMOBILIARI O SOCIETÀ VEICOLO DI APPOGGIO	221

7 L'INTEGRAZIONE DEGLI ESG NELL'ANALISI DEL RISCHIO DEI CREDITI UTP 226

A cura di TIZIANA **VALLONE**

7.1	LE ISTITUZIONI BANCARIE E I RISCHI ESG	226
7.2	LA RILEVANZA DEI RISCHI CLIMATICI NELL'AMBITO DEGLI ESG	232
7.3	I RISCHI SOCIALI E DI <i>GOVERNANCE</i> NELL'AMBITO DEGLI ESG	235

INDICE DEGLI AUTORI	236
INDICE DELLE FONTI	237

Prefazione

LA GESTIONE PROATTIVA DEI CREDITI NON PERFORMANTI

A cura di FRANCESCO **PERRINI**^[1]

Se la gestione dei crediti deteriorati (*Non Performing Loans* - NPL) è da diversi anni in cima alle priorità della Banca Centrale Europea, l'attenzione di quest'ultima si è recentemente spostata su una nuova frontiera: le cosiddette inadempienze probabili (in inglese *Unlikely to Pay* - UTP). Tale termine è stato introdotto per la prima volta nel 2014, quando l'Autorità bancaria europea ha stabilito una definizione comune di *Non-Performing Exposures* (NPE) per tutte le banche dell'Unione Europea (UE), distinguendo tra esposizioni scadute, sofferenze e inadempienze probabili o UTP (che sostituiscono i vecchi crediti ristrutturati e incagli). Questi ultimi hanno progressivamente assunto un ruolo più significativo nel sistema bancario, superando le sofferenze, e la loro gestione proattiva ha iniziato a rappresentare una nuova opportunità di mercato.

Come conseguenza della maggiore rilevanza dei crediti UTP, la nascita di diverse pratiche volte ad amministrare proattivamente tali esposizioni è diventata cruciale per il sistema economico al fine di rilanciare le imprese in difficoltà, salvare posti di lavoro, stimolare la crescita e creare ricchezza. Tra queste pratiche è possibile riconoscere la gestione interna dei crediti difficilmente rimborsabili, la loro cessione e l'esternalizzazione della loro gestione a terzi specializzati. Particolare attenzione va posta alla terza opzione, che rappresenta una novità nell'amministrazione proattiva sia dei crediti UTP che degli NPE, intesi come categoria generale. Infatti, la presenza di *Service* specializzati, con competenze legali e di turnaround, può ridurre significativamente il peso degli NPE sui portafogli crediti delle banche, accelerando la loro transizione a crediti in bonis. Affrontare la gestione proattiva delle esposizioni difficilmente rimborsabili è cruciale per le banche italiane, anche alla luce delle nuove normative dettate dalla Banca Centrale Europea e dagli *accounting standard setters*.

¹ Professore Ordinario di Economia e gestione delle imprese presso il dipartimento di Management e Tecnologia dell'Università Bocconi di Milano; Professore Senior di Finanza aziendale e mobiliare presso l'area Amministrazione, controllo, finanza aziendale e mobiliare della SDA Bocconi School of Management; Presidente dell'*advisory board* della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento d'Impresa Odcec Milano.

Per quanto riguarda la gestione proattiva della categoria generale degli NPE, ci sono pochi spunti in letteratura e ancor meno analisi sistematiche sui numeri in Italia: da qui l'interesse per il tema di questo nuovo Quaderno della Collana della Scuola di Alta Formazione dell'Ordine dei Commercialisti e degli Esperti contabili di Milano che da una visione completa dalla dimensione del fenomeno, all'analisi in teoria e in pratica, al ruolo del dottore commercialista nella gestione dei crediti UTP fino alla frontiera della integrazione dei fattori ESG nell'analisi del rischio dei crediti deteriorati UTP. Vi erano studi sull'esternalizzazione dell'amministrazione degli NPE a terzi specializzati, sull'analisi sulla gestione proattiva degli NPL, in particolare, immobiliari e, più rari, sull'analisi della gestione proattiva dei crediti UTP, suggerendo che le banche con un'unità dedicata alla gestione dei crediti UTP mostrano maggiori flussi verso i crediti in bonis e minori flussi verso i crediti in sofferenza, senza alcun riferimento ai *Servicer* di crediti UTP, sicuramente perché il settore è troppo giovane, come detto.

In uno studio svolto nell'Università Bocconi con la Dr.ssa CHIARA TIVEGNA che ha analizzato le pratiche adottate dalle banche italiane per gestire proattivamente i crediti difficili da rimborsare all'interno dei loro bilanci fino al 2019, l'attenzione è stata rivolta sia alla categoria generale di NPE che alla categoria specifica dei crediti UTP (*The proactive management of non-performing exposures: a focus on Italian unlikely-to-pay loans*, 2020). Tuttavia, mentre l'accessibilità ai dati sugli NPE ha permesso di analizzare la vendita, l'esternalizzazione e la gestione interna di tali posizioni, la mancanza di dati specifici sui crediti UTP ha precluso l'analisi della terza pratica menzionata. Le due linee di ricerca evidenziano le stesse conclusioni: entrambe mostrano l'esistenza di una correlazione significativamente positiva tra il ritorno *in bonis* di tali esposizioni in sofferenza, la loro cessione annuale e l'esternalizzazione della loro gestione a terzi specializzati operanti nel panorama italiano. L'effetto positivo del contributo di enti specializzati all'amministrazione delle esposizioni in sofferenza è inoltre confermato, solo per gli NPE, dall'esistenza di una correlazione significativamente negativa tra il ritorno *in bonis* delle esposizioni in sofferenza e la loro gestione interna. La presenza di una correlazione negativa tra il tasso di recupero medio annuo degli NPE e la percentuale di crediti in sofferenza riportati in bonis dalle banche italiane mediante procedure *standard* di recupero non indica necessariamente l'assenza di potenziali benefici

nella gestione interna di tali esposizioni. Tale relazione negativa è solo un'indicazione momentanea dello scarso *know-how* delle banche italiane nel portare avanti processi di ristrutturazione, rifinanziamento e rilancio di aziende in difficoltà. Di conseguenza, le prime devono ricorrere a terzi specializzati più preparati ad affrontare tali processi. Tali risultati generano implicazioni manageriali rilevanti per le banche italiane. Poiché una cattiva gestione del credito può causare maggiori perdite all'interno della banca e poiché un'alta efficienza dei costi può essere vantaggiosa nel breve periodo, ma portare a una riduzione della qualità del portafoglio prestiti in futuro, può valere la pena migliorare la qualità della gestione del credito. Investire in una BU dedicata, specializzata nella gestione proattiva e nel recupero dei crediti difficili da rimborsare, non deve essere visto come una fonte di inefficienza dei costi, ma come un tentativo di migliorare la qualità del credito. Le banche italiane possono così decidere di investire nel miglioramento delle proprie competenze manageriali per colmare il *gap* esistente.

Tuttavia, tra tutte le pratiche volte a gestire proattivamente gli NPE e i crediti UTP, l'esternalizzazione della loro amministrazione a *Servicer* specializzati è quella che ha il più alto potenziale nel riportarli *in bonis*. Da un lato, l'esternalizzazione della gestione di queste esposizioni a *Servicer* consente alle banche italiane di contare su un alto livello di specializzazione e competenze e di evitare di incorrere in costi di gestione interna di tali esposizioni. Dall'altro, il conferimento di un mandato a un terzo specializzato impedisce la dispersione del valore dei crediti deteriorati e la creazione di perdite di capitale causate dalla lunghezza delle procedure di recupero dei crediti e dall'assenza di un mercato secondario in Italia. L'esternalizzazione della gestione degli NPE e dei crediti UTP non esclude del tutto un certo livello di *write-off*, che talvolta rappresenta l'unica opzione praticabile per riportare *in bonis* i crediti difficili da rimborsare.

Nel periodo precedente il *Covid-19* gran parte delle banche si era già attivata per ridurre la propria esposizione attraverso cessioni ad operatori specializzati nel recupero dei crediti. La gestione attiva di tali crediti può generare, infatti, un effetto positivo sui bilanci delle banche e permettere alle imprese di mantenere la continuità aziendale. Al contrario, secondo alcuni studi tra cui Banca d'Italia, quando le posizioni UTP seguono il loro *iter* tradizionale e confluiscono in un processo di ristrutturazione, solo il

10,4% dei casi ristabilisce l'equilibrio finanziario dell'azienda. L'esigenza di un modello di gestione risolutivo dei crediti UTP è un tema su cui è stata riposta molta attenzione a livello istituzionale tanto è vero che, Ignazio Visco, Governatore della Banca d'Italia, ha dichiarato in più occasioni “*l'importanza di favorire quanto più possibile il rilancio delle imprese in difficoltà; in tal senso benefici possono derivare dall'intervento di operatori specializzati nelle ristrutturazioni aziendali (fondi di turnaround) in grado di fornire nuova finanza e specifiche capacità imprenditoriali*”. La necessità dell'intervento di fondi specializzati è anche individuata da più parti come la soluzione più efficace per creare valore nella gestione dei crediti bancari classificati UTP. Ciò a maggior ragione se si creeranno oltre ad operatori/fondi specializzati nella gestione dei *Turnaround* delle imprese in crisi o in difficoltà, anche professionisti specializzati. Il presente scenario, di sempre maggiore complessità, complicato dalla attuale situazione generalizzata di crisi economica causata dalla pandemia da *Coronavirus*, presenta la necessità appunto di maggiore specializzazione dei professionisti che dovranno accompagnare banche, imprese e creditori attraverso processi di ristrutturazione.

Alla Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Odcec Milano va il merito non solo di aver compreso che la gestione e valorizzazione dei crediti classificati come *Unlikely To Pay* rappresenta già da adesso un tema con il quale dovranno confrontarsi tutti gli attori del sistema economico e produttivo, ma anche di aver coinvolto ai lavori della Commissione stessa e nell'opera di divulgazione e redazione dell'elaborato alcuni fra i principali *players* del settore.

Pertanto, ritengo il presente *Quaderno* un'utile guida per chi deve iniziare ad orientarsi in questo sistema sofisticato che è il mondo degli UTP.

1 LA DIMENSIONE DEI CREDITI UTP E IL RELATIVO MERCATO

A cura di FABRIZIO AMATIZI^[2], DAVID ANAV^[3], ROBERTO BARBARULO^[4], MARCO BRUGOLA^[5], GABRIELE GUGGIOLA^[6], ANTONIO LANDI^[7], MARCO LEONE^[8], SALVATORE LOMBARDO^[9], LORENA PONTI^[10], VALENTINA ROGGIANI^[11]

² Avvocato specializzato nel settore *restructuring* e *insolvency*, con specifico *focus* in operazioni di risanamento tramite strumenti di soluzione negoziale della crisi d'impresa in ambito giudiziale e stragiudiziale. dal 2018 ricopre il ruolo di responsabile valutazione del rischio e supporto legale nella direzione crediti di generalfinance spa, società di *factoring leader* nel finanziamento alle imprese in ambito *distressed* e *special situations*.

³ *Senior manager* del *team restructuring* di KPMG advisory, ha maturato una consolidata esperienza di *advisory* finanziaria nel settore delle aziende private, seguendo progetti complessi di ristrutturazione del debito nell'ambito di procedure *in bonis* ed *ex art. 67 e 182-bis l.f.*, procedure di concordato preventivo e di amministrazione straordinaria ed è inoltre attivo nel supporto in attività di dismissione e valorizzazione dei crediti problematici.

⁴ *Senior manager* del *team business recovery services* di PWC Milano, dove dal 2014 ha partecipato a progetti per la redazione di piani industriali e di risanamento (*ex art. 67 e ex art. 182-bis l.fall.*) e *Independent Business Review* per società operanti nei settori industriale, costruzioni, *retail & consumer* e alberghiero. Roberto ha inoltre consolidato un'esperienza nell'ambito dei processi di valutazione dei crediti UTP e NPL per fondi alternativi e SGR, in contesti di *due diligence* finanziarie, *fairness opinion* ed assistenza alla determinazione dei NAV.

⁵ *Partner* di KPMG Advisory, divisione di *restructuring* nella sede di Milano. Ha maturato una notevole esperienza nella gestione del processo di ristrutturazione in modo coeso con gli altri *advisors* tipicamente coinvolti in operazioni della specie (studi legali, professionisti terzi incaricati dell'asseverazione dei piani, *team* specializzati nella dismissione di *assets* non strategici, ecc.).

⁶ *Partner* del Gruppo *Strategy & Value Creation Financial Services*, è responsabile del *Team Special Projects*. Segue le operazioni straordinarie, con particolare *focus* all'ambito crediti, NPL e piattaforme. È punto di riferimento sulle strategie regolamentari e le evoluzioni del mercato e ha supportato numerosi clienti bancari, *private equity*, investitori, *challenger banks* e altri operatori del settore. Ha seguito alcune delle principali operazioni degli ultimi anni riguardanti portafogli e piattaforme di *Servicing* e ha assistito i clienti nelle ristrutturazioni delle NPL *unit*. Assiste fondi di *turnaround* nelle fasi di strutturazione e *financing*.

⁷ *Associate*, è entrato a far parte del *team Business Recovery Services* di PWC Milano nel 2019. Qui, ha portato a termine progetti nel *team* di *turnaround management*, partecipando alla redazione di RCFF, e nel *team* di *restructuring*, prendendo parte a progetti finalizzati alla valutazione di crediti UTP per fondi alternativi e SGR.

⁸ *Senior Advisor* di *Nomisma*, dottore commercialista e componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento d'Impresa di Odcec Milano; ha maturato un'esperienza trentennale nel settore della finanza e degli investimenti *corporate* immobiliari, anche di tipo "*distressed*". È consigliere indipendente e referente per le funzioni di controllo nella più grande Sicaf immobiliare italiana. Rappresenta *Nomisma* in seminari e convegni inerenti il *real estate* e le NPE sia in Italia che all'estero.

⁹ Responsabile del *team Business Recovery Services* del Centro-Sud Italia di PWC ed è referente in ambito *deals* per le tematiche UTP e *special situations*. È esperto di valutazione crediti UTP, *refinancing*, *restructuring* e *business review*. È, inoltre, specializzato nei settori *real estate*, *hospitality*, costruzioni, *engineering & automotive*, *retail & consumer*. È entrato a far parte di PWC nel 1999 presso la sede di Malta e successivamente dal 2002 nella divisione *Transaction Services Deals*. Dal 2013 al 2018.

¹⁰ Consulente d'azienda nella gestione della crisi di impresa, componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento d'Impresa Odcec Milano e del Gruppo di lavoro sugli UTP e sui rapporti con gli investitori nel capitale di rischio e di credito.

¹¹ Consulente nella Gestione della Crisi d'Impresa con il ruolo di *advisor* finanziario, esperta in materia concorsuale, componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento d'Impresa Odcec Milano e del Gruppo di lavoro sugli UTP.

1.1 DEFINIZIONE E TIPOLOGIA

Negli ultimi decenni, l'internazionalizzazione e l'interscambio dei mercati finanziari, insieme agli eventi macroeconomici che hanno mostrato effetti sistemici sulle istituzioni finanziarie (quali ad esempio, negli anni più recenti, crisi dei mutui *subprime* e crisi dei debiti sovrani europei) hanno portato le Autorità a porre maggiore attenzione sul concetto di solidità patrimoniale delle istituzioni finanziarie, rendendola una tematica prioritaria per i *decision makers* internazionali e gli enti regolatori delle diverse economie. Quest'ultimi, tra i vari temi analizzati, hanno dunque posto particolare attenzione al concetto di "rischio di credito", introducendo 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.

Il vero *turning point* in tema di vigilanza bancaria e dei sistemi di convergenza internazionale è rappresentato dall'istituzione del Comitato di Basilea (1974), organo consultivo internazionale finalizzato a definire una regolamentazione di vigilanza bancaria e ad assicurare stabilità al sistema finanziario globale attraverso l'emanazione e l'entrata in vigore dei cosiddetti Accordi di Basilea.

Il primo punto di convergenza dei regolatori ha introdotto per le banche il 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 (Basilea II: approvato nel 2004 ed entrato in vigore nel 2008) ha portato gli istituti a porre maggiore attenzione alla loro situazione patrimoniale, introducendo rafforzamenti normativi in tema di rischiosità del credito e, conseguentemente, implementando il concetto di "*rating*" del credito e della sua probabilità di *default*. Le direttive di Basilea II hanno così evidenziato la necessità di effettuare controlli più approfonditi sulla stabilità economica dei debitori, portando gli istituti finanziari ad analizzare in maniera più dettagliata i bilanci della loro clientela.

Dunque, i suddetti interventi effettuati da parte delle Autorità hanno rappresentato soluzioni volte ad un costante ed attento monitoraggio circa l'andamento dei finanziamenti accordati al fine di verificare lo stato di salute del credito e l'eventuale rischio di mancato rimborso. In tale contesto, quelle posizioni in *default* per le quali i creditori, tipicamente aziende già in difficoltà e con scarse probabilità di recupero, risul-

tano inadempienti, sono state definite “*Non Performing Loans*”. Nonostante Basilea II incentivasse allo svolgimento di esami più minuziosi riguardo la 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 garantire una gestione stabile dei crediti deteriorati. Con la crisi economica globale, alimentata dalla bolla dei mutui subprime e il conseguente contagio sistemico a livello mondiale, e il perdurare dell’instabilità monetaria e finanziaria globale, è diventata forte l’esigenza da parte delle Autorità di Vigilanza di rendere ancora più stringenti le norme proposte con i precedenti due accordi in termini di gestione del rischio di credito. Nel 2013, viene quindi emanato il trattato di Basilea III, che, nel rafforzare alcuni elementi patrimoniali già delineati dai precedenti accordi, supera il concetto di NPL giungendo ad una più ampia definizione di credito deteriorato parlando di “*Non Performing ExposuresAddendum*” (NPE).

Per l’applicazione a livello europeo dei meccanismi di Basilea III, l’Unione Europea ha emanato il regolamento No 575 / 2013 e conseguentemente l’EBA ha pubblicato il documento “*Final Draft Implementing Technical Standards On Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013*”. In questo testo si supera il concetto di NPL, stabilendo, a livello europeo, una più ampia e precisa identificazione dei crediti deteriorati, arrivando alla definizione di NPE. L’Autorità Bancaria Europea ha così varato una definizione di NPE, qualificando come crediti deteriorati le seguenti tipologie di esposizioni:

- **esposizioni scadute / sconfinanti deteriorate (“*Past Due*”)**: esposizioni per cassa e “fuori bilancio” che alla data di riferimento della segnalazione sono scadute o sconfinanti da oltre 90 giorni;
- **inadempienze probabili (“*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;
- **sofferenze (“*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.

A fronte dell'attuazione della normativa europea da parte dell'EBA, la Banca d'Italia ha recepito una definizione di crediti deteriorati armonizzata con i criteri emanati dall'EBA (Cfr. "Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 2 - 2014"). Nello specifico, 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**

Mentre per gli NPL e 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 se non delle considerazioni fatte dagli istituti. Dunque, a fronte della mancanza di un trattamento normativo *standard* 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.

Gli UTP rappresentano quindi un mondo eterogeneo all'interno del quale sono incluse situazioni aziendali in cui l'attività operativa è ancora viva ma caratterizzate da una condizione finanziaria incerta, in cui la capacità dell'azienda di soddisfare le proprie obbligazioni risulta improbabile. Esempi tipici sono:

- le aziende il cui *business* è ancora vivo ma che registrano un elevato livello di indebitamento non sostenibile sulla base delle *performance* economiche e finanziarie attuali (per esempio, leva finanziaria o PFN/EBITDA troppo elevati);
- le aziende in stato di crisi – anche reversibile – che non riescono a soddisfare gli impegni finanziari in essere;
- le aziende in procedure di ristrutturazione.

Inoltre, a fronte di una mancata descrizione formale di UTP, si comprende come la complessità di tale fattispecie dipenda da stime valutative effettuate dagli istituti, che disciplinano in maniera relativamente soggettiva la tematica UTP. La principale pro-

blematica relativa agli UTP è quindi l'esistenza di realtà aziendali ancora vive per le quali i normali sistemi che le banche hanno implementato per la gestione degli NPL risultano non essere adeguate. A causa della mancanza di una disciplina regolatoria uniforme, che comporta un certo livello di soggettività nella valutazione delle posizioni da parte degli istituti finanziari, quest'ultimi devono sostenere le aziende che necessitano di specifici processi di ristrutturazione piuttosto che aziende per le quali il valore della continuità è maggiore del valore liquidatorio. Gli istituti devono quindi impegnarsi nella risoluzione di tali situazioni cercando di far uscire tali aziende dallo stato di UTP ed evitando di renderle classificabili come NPL. In questa ottica, si riterrebbe di fondamentale importanza l'implementazione di un trattamento tailor-made che però ad oggi appare non realizzabile a causa della mancanza di strumenti da parte degli istituti finanziari che non assicura un'adeguata gestione di tale situazione.

Visti gli spazi di discrezionalità nella classificazione degli UTP, è possibile certamente affermare, senza timore di smentita, che esistano di fatto molte sofferenze "mascherate" da inadempienze probabili, in sostanza un importante *stock* di NPLs "virtuali", non ancora riclassificati come tali dagli Istituti Bancari che talvolta sono portati a ritardare la decisione per carenza di sufficienti informazioni e strumenti di valutazione idonea, con un occhio attento anche agli equilibri di bilancio da preservare.

In proposito sembra qui opportuno richiamare le risultanze di un recente "*Paper*" di Banca d'Italia (n.601 del febbraio 2021) che ha analizzato lo *stock* di UTP italiani dal 2005 al 2019 sulla base di dati desunti da Centrale Rischi e Cerved, verificando che la probabilità di un risanamento finanziario è correlato in misura significativa a vari fattori (tra cui le dimensioni, la redditività e l'anzianità delle aziende indebitate, la loro localizzazione geografica, il settore di appartenenza, la numerosità e la solidità delle banche finanziatrici) ma che comunque solo il 14% delle posizioni UTP ritornano *in bonis* (nella maggioranza dei casi entro il termine temporale di 3 anni).

Nei prossimi paragrafi proporremo alcuni criteri di analisi e segmentazione degli UTP, in particolare per la categoria "*Secured*" con garanzie sottostanti immobiliari, che crediamo possano fornire utili spunti di riflessione per agevolare la valutazione e l'eventuale riclassificazione di una parte delle inadempienze probabili in vere e proprie sofferenze.

1.2 IL MERCATO DEGLI UTP: SVILUPPI RECENTI E PROSPETTIVE FUTURE

La gestione degli UTP rappresenta una delle maggiori sfide del sistema bancario italiano e la recente pandemia dovuta al COVID-19 ha ulteriormente evidenziato la loro gestione quanto sia rilevante. Le mappe seguenti mostrano la distribuzione geografica dei crediti UTP presenti nel sistema bancario a fine 2020 per regione di appartenenza del debitore e l'incidenza di tali crediti sul totale.

Figura 1. Distribuzione geografica dei crediti UTP per regione di appartenenza del debitore:

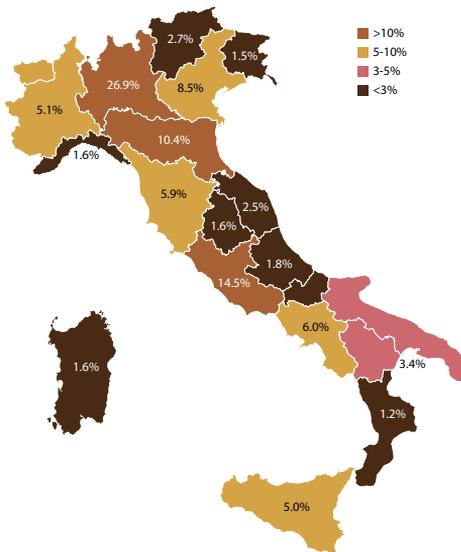
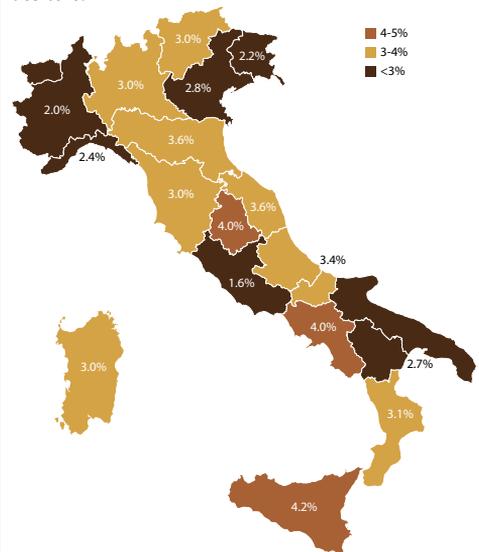
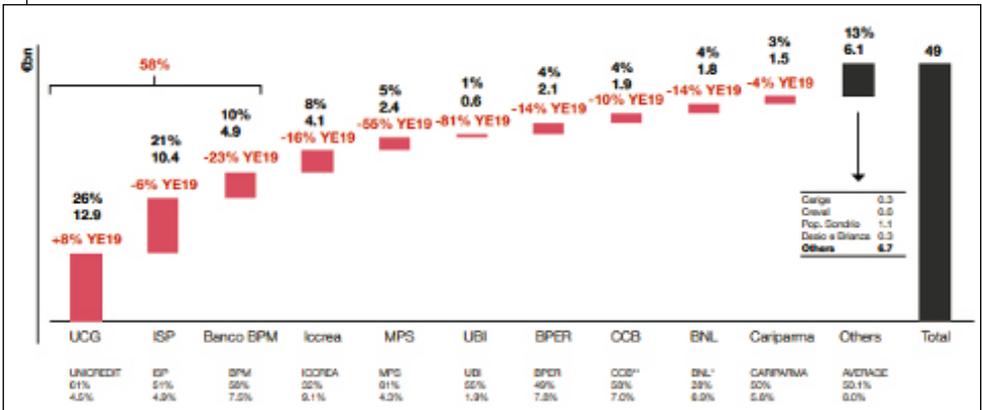


Figura 2. Distribuzione geografica del rapporto UTP / Totale Crediti per regione di appartenenza del debitore:



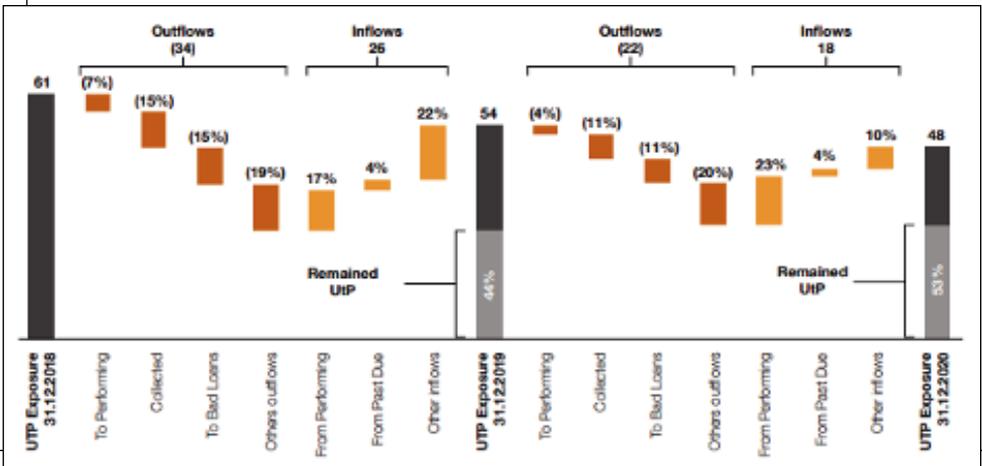
Nel 2020 le 10 maggiori banche italiane hanno proseguito nel loro piano di deleveraging, riducendo l'incidenza dei crediti classificati come UTP e portandola dal 4.1% del totale dei crediti a fine 2019 al 3.1% a fine 2020. Al 31/12/2020 il *Gross Book Value* delle posizioni classificate come UTP sui bilanci delle prime 10 banche italiane era pari a € 42.7bn.

Figura 3. Distribuzione dello stock di Crediti Utp sulle principali banche italiane



Considerando il biennio 2019-2020 ed estendendo l'analisi a tutto il sistema bancario italiano, si osserva come lo stock di crediti UTP sia passato da €61bn a fine 2018 a €48bn a fine 2020 (-13bn, -21% vs Dic'18). La variazione dello stock dei Crediti UTP negli ultimi due anni è stata determinata soprattutto da (I) la riclassificazione a UTP di crediti provenienti da altre categorie (principalmente da *performing* e, in misura minore, *past due*), (II) la migrazione di crediti UTP verso altre categorie (soprattutto bad loans e in parte *performing*), (III) gli incassi del periodo, (IV) le cessioni di crediti UTP a investitori.

Figura 4. Evoluzione dello stock di Crediti UTP nel 2019 e nel 2020:



Nonostante la significativa riduzione dello *stock* di UTP nei bilanci delle principali banche nel corso del 2019 e del 2020, ad oggi è tuttavia possibile ipotizzare nel breve/medio periodo un nuovo aumento dei crediti appartenenti a questa classe di rischio. Le ragioni di tale previsione sono principalmente due:

- nel corso del 2020 si è registrato un aumento significativo dei crediti performing classificati in *Stage 2* (i.e. per i quali è aumentato il rischio di credito) [Cfr Figura 5];
- le moratorie concesse per mitigare le conseguenze della crisi economica causata dalla recente pandemia di *Covid-19* hanno limitato il declassamento da parte delle banche dei crediti *performing* verso le classi deteriorate [Cfr Figura 6].

Figura 5. Variazione del valore (gross) dei crediti classificati in stage 2: 2020 vs 2019:

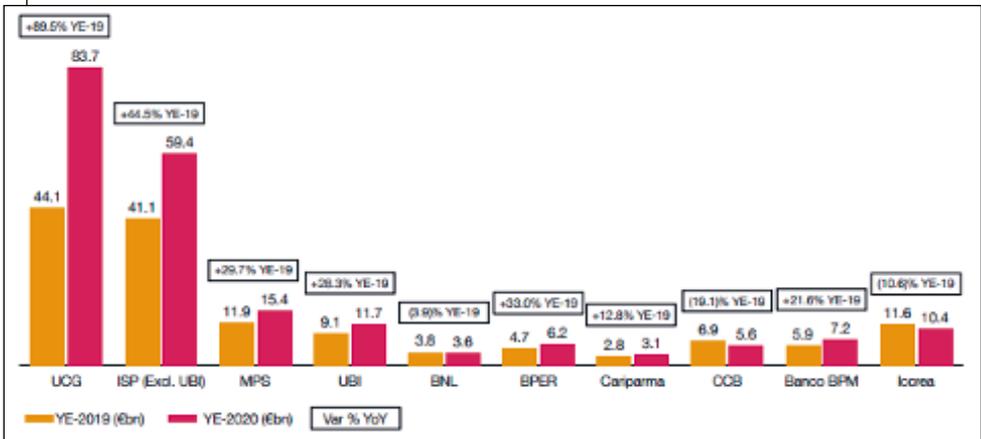
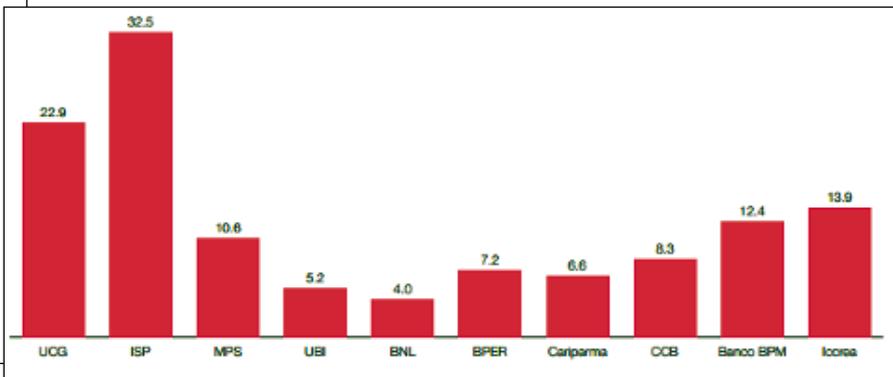


Figura 6. Controvalore in €bn delle moratorie covid-19 a fine 2020:



Le moratorie ancora in essere a giugno 2021 ammontavano a circa €135bn, di cui il 45% relative a posizioni creditorie in capo a Intesa e UniCredit. Con la scadenza delle moratorie è lecito attendersi che le banche vedranno manifestarsi sui bilanci e sulle *performance* dei loro debitori gli effetti delle difficoltà economiche e finanziarie dovute alla recente recessione. È pertanto possibile che le difficoltà finanziarie dei debitori si traducano in un deterioramento della qualità del credito nel bilancio delle banche e, di conseguenza, in un aumento dello *stock* di UTP a livello di sistema. Tale effetto potrà essere parzialmente compensato dalle manovre di stimolo all'economia decise nell'ambito del PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza).

Nonostante la crescente rilevanza dei crediti UTP, la richiesta da parte del Governo italiano di estendere la garanzia GACS ai crediti UTP non è stata accolta dalla Commissione Europea.

Nel corso del 2020 sono state portate a termine transazioni aventi ad oggetto crediti UTP per un controvalore complessivo di circa €8.4bn, mentre nel 2021 sono state annunciate transazioni per circa €0.8bn: BPER è stata la banca più attiva, con la cessione di un portafoglio UTP di €248m ad Intrum e a Deva Capital (Project Winter) e l'apporto ai fondi Efestò e BackToBonis rispettivamente di €122m e €52m. Il rallentamento delle operazioni di mercato relative a portafogli UTP è probabilmente da imputare alla seconda ondata della pandemia da COVID-19 che si è manifestata al termine del 2020 ed è proseguita nel primo trimestre dell'anno successivo.

Nonostante la pandemia, le banche hanno confermato la volontà di proseguire nei programmi di deleveraging precedentemente annunciati. È tuttavia atteso un rallentamento nel numero e nella dimensione dei portafogli ceduti, dovuto anche all'incertezza circa gli effetti delle misure di sostegno all'economia (PNRR).

Di seguito un riepilogo delle principali transazioni aventi ad oggetto portafogli UTP completate in Italia nel 2020 e nel 2021:

DATA	VENDITORE	VOLUME (€m)	CAT.	MACRO ASSET CLASS	AQUIRENTE	MERCATO PRIMARIO/ SECONDARIO
2020 Q2	BANCA POPOLARE DI BARI	1,080	UtP	MIXED SECURED/UNSECURED		PRIMARIO
			UtP	SECURED		
			UtP	UNSECURED		
			UtP	UNSECURED		
	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA		UtP	MIXED SECURED/UNSECURED	AMCO	
			UtP	MIXED SECURED/UNSECURED		
			UtP	MIXED SECURED/UNSECURED		
			UtP	MIXED SECURED/UNSECURED		
			UtP	MIXED SECURED/UNSECURED		
			UtP	SECURED		
			UtP	SECURED		
			UtP	SECURED		
			UtP	SECURED		

Le principali operazioni nel segmento degli UTP annunciate o attese sul mercato nel prossimo futuro sono:

- Nuova *tranche* di cessioni da parte di UniCredit nell'ambito del Progetto Sandokan II (fino a €2.0bn).
- Cessione da parte di Banca Intesa San Paolo di un portafoglio UTP (Project M2, fino a €2.0bn).
- Cessione di un portafoglio di crediti deteriorati (NPL e UTP) da parte di Banca Monte Dei Paschi (TBD, fino a €4.0bn).

Fonte: PwC "Reshuffling the cards - The Italian NPL Market", luglio 2021.

1.3 LA SEGMENTAZIONE DEL MERCATO UTP, TRA REAL ESTATE E CORPORATE

1.3.1 Premessa

Lo *stock* di UTP ha raggiunto in Italia, come accennato nei paragrafi che precedono, il valore totale di circa €50 miliardi di cui il 90% verso le imprese e solo il 10% verso le famiglie (*Report PWC*, luglio 2021). La parte preponderante di tale *stock* è rappresentata quindi da UTP “*corporate*”, prevalentemente di tipo “*Secured*” ovvero garantiti da *asset*, di norma immobiliari.

Il “*forbearance ratio*” delle esposizioni UTP italiane, inoltre, è pari a circa il 51%. Pertanto, circa la metà dello *stock* complessivo di UTP oggi presente in Italia, è rappresentato da esposizioni UTP “*forborne*” (*Analisi PWC su dati Bankitalia*, marzo 2021).

L’analisi e segmentazione di un portafoglio di UTP rappresenta uno *step* fondamentale per procedere con maggior efficacia nelle successive azioni gestorie, siano esse svolte direttamente dal ceto creditorio che da consulenti e *advisor* a vario titolo coinvolti. A titolo esemplificativo, per determinare il valore di cessione o effettuare la due diligence per l’acquisto di crediti, occorre misurare il rischio e l’incertezza del portafoglio ed individuare strategie di recupero efficienti.

1.3.2 La segmentazione del mercato UTP

Qui di seguito viene proposta una segmentazione di massima delle esposizioni UTP (siano essi singoli UTP – c.d. “*single name*” ovvero portafogli di UTP) in tre macro categorie, che riflettono la diversa probabilità che il “*Borrower*” sia in grado o meno di adempiere integralmente alle proprie obbligazioni contrattuali:

- **UTP *overdue***: esposizioni in relazione alle quali il Creditore ritenga improbabile che, senza il ricorso ad azioni quali escussione delle garanzie, il *Borrower* adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie;
- **UTP in ristrutturazione**: esposizioni in relazione a cui siano in corso di definizione accordi extragiudiziali quali ad esempio piani di risanamento o accordi di ristrutturazione *ex artt. 67 e 182 bis LF*.
- **UTP *non performing***: crediti prossimi ad essere considerati sofferenze visto lo *status* del *Borrower* sostanzialmente insolvente o in situazioni equiparabili.

Al di là di una puntuale segmentazione dei crediti UTP in singoli *cluster* predefiniti, attesa la definizione “dinamica” e non sempre univoca degli stessi già tratteggiata nel paragrafo 3.1. che precede, riteniamo utile in questa sede proporre una modalità di analisi degli stessi differenziata in relazione alla tipologia di garanzia immobiliare (ove presente) alla sua appetibilità sul mercato ed alle azioni più coerenti ed opportune a tutela del credito.

In particolare, il paragrafo seguente sarà focalizzato sull’analisi e clusterizzazione delle singole inadempienze probabili in relazione alle differenti possibili modalità di valorizzazione delle garanzie immobiliari, mentre quello successivo proporrà un approccio volto ad attribuire una sorta di “*rating*” ai vari UTP, anche all’interno dei singoli *cluster* predefiniti, così da definire le priorità di azione e le strategie di portafoglio.

1.3.3 UTP Real Estate - Logiche di valorizzazione

Vengono qui proposte logiche di valorizzazione inerenti le diverse tipologie di attivi immobiliari che rappresentano, come sopra già accennato, la tipologia prevalente di garanzie che assistono i crediti UTP “*Secured*”, ovvero la parte preponderante delle “inadempienze probabili”, quanto meno in termini di valore.

Individuati i *cluster* e le relative strategie di valorizzazione, sarà quindi più agevole elaborare e verificare la 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.

Quanto sopra nell’ottica di una gestione delle esposizioni UTP “*Secured*” secondo la “*best practice*” del mercato suggerita dagli investitori specializzati nel segmento (in particolare nel caso dei c.d. UTP “*single name*” di grande valore), che puntano ove possibile ad affiancarsi al *borrower*, ricercando il dialogo ed il miglior allineamento di interessi tra le parti, puntando ad un ritorno *in bonis* anche tramite co-investimenti e nuova finanza, spesso leva strategica essenziale per la miglior valorizzazione degli impieghi (visti anche i tempi lunghi delle opzioni alternative di tipo giudiziale ed il rischio molto concreto di deprezzamento del sottostante immobiliare nelle more delle procedure di “*repossess*”).

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

Si tratta di garanzie immobiliari che, in riferimento alla consistenza edilizia ed alla situazione urbanistica e locativa in essere, non appaiono suscettibili di un percorso di valorizzazione che ne possa migliorare l'appetibilità verso gli utilizzatori finali in maniera significativa e per le quali gli eventuali costi di “*revamping*” non sarebbero giustificati dal plusvalore eventualmente conseguibile.

Per tale tipologia di *asset* vanno identificate le più idonee strategie di vendita nel loro stato di fatto. A titolo esemplificativo: (I) vendita in blocco; (II) vendita frazionata (unità per unità); (III) vendita per pacchetti (in tal caso è opportuno proporre sul mercato “pacchetti” omogenei).

Preordinatamente all'immissione degli *asset* sul mercato, occorre in ogni caso procedere con la verifica della situazione contrattuale dei vari conduttori al fine di verificare la possibilità di intervenire con talune azioni che, seppur in presenza in investimenti minimi, possano consolidare la qualità ed il volume dei flussi di cassa. Tra queste: (I) verifica dell'interesse di conduttori corporate ad un eventuale acquisto; (II) verifica e ricontrattazione dei contratti prossimi alla scadenza.

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

Si tratta di garanzie immobiliari che sono suscettibili di una messa a reddito a seguito di un riposizionamento sul mercato reso possibile dall'eventuale esecuzione di lavori di miglioramento degli immobili. Di norma questa tipologia di immobili è caratterizzata da una redditività locativa scarsamente appetibile per effetto di *vacancy* significative, magari poco suscettibili di valorizzazione per l'appartenenza a contesti periferici o poco strutturati che rendono non profittevole un cambio di destinazione d'uso.

Tali garanzie immobiliari dovrebbero essere commercializzate dando priorità al *target* dei piccoli investitori locali ovvero degli investitori con profilo di rischio-rendimento “opportunistico”. In subordine, alla luce dell'obsolescenza funzionale o dello scarso appeal dei cespiti, magari anche a causa di un lungo periodo di inutilizzo, al fine della loro ricollocazione sul mercato potrebbe risultare necessario prevedere degli interventi migliorativi sulle strutture, onde poter rivolgere l'attività di commercializzazione

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. Tra queste: I) verifica dell'efficienza degli impianti e previsione di messa a norma; II) verifica della frazionabilità degli *asset* al fine di poter assecondare differenti istanze.

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

Si tratta di garanzie immobiliari che, in riferimento alla consistenza edilizia ed alla situazione urbanistica e locativa in essere, appaiono suscettibili di un'attività di sviluppo urbanistico-edilizio economicamente conveniente con evidenti potenzialità di generare reddito locativo a seguito di un loro riposizionamento.

Tali immobili di norma presentano una situazione locativa non performante per effetto di *vacancy* significative ma le cui caratteristiche specifiche li rendono fungibili per differenti utilizzi. A titolo esemplificativo, in alcune città è attiva la domanda di immobili direzionali obsoleti per la trasformazione in formule residenziali innovative quali *student housing* e *senior housing*.

Laddove si ottenessero idonee garanzie della 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 “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, infine, di garanzie immobiliari che, in riferimento alla consistenza edilizia ed

alla situazione urbanistica e locativa in essere, presentano già un buon livello di redditività, eventualmente ottimizzabile attraverso ordinarie azioni manutentive e/o di *marketing*.

Per tali *asset* si potrebbe innanzitutto ipotizzare un mantenimento della proprietà in capo al “*borrower*” al fine di poter generare risorse finanziarie disponibili per agevolare il rientro *in bonis* e/o per generare la liquidità utile a supportare le attività valorizzative su eventuali altri beni immobili in portafoglio. 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.

1.3.4 Portafogli di UTP Real Estate - Indicatori di commerciabilità e di potenzialità di valorizzazione

Si propone qui di seguito una metodologia 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.

L'**indicatore di commerciabilità** delle garanzie immobiliari potrebbe essere costruito utilizzando i seguenti fattori, attribuendo ad ognuno di essi un peso e successivamente un punteggio “pesato”, con valori su una scala da 1 (min) a 4 (max).

Ad esempio:

1. caratteristiche posizionali-logistiche della garanzia immobiliare: punteggio attribuito in relazione alla dotazione della rete di trasporti, della vicinanza al centro città ed ai principali servizi locali (es. per le destinazioni residenziali: supermercati, scuole, ospedali);

2. popolazione e imprese: punteggio attribuito in funzione delle caratteristiche strutturali della popolazione e del sistema produttivo locale, in relazione al contesto regionale, in quanto generatori di domanda immobiliare;
3. mercato immobiliare locale: punteggio attribuito in ragione di dimensioni, valori e tendenze del mercato specifico, in relazione al contesto regionale;
4. situazione urbanistica: punteggio attribuito in ragione della presenza o meno di piani urbanistici attuativi approvati e vigenti;
5. contesto territoriale: punteggio attribuito in funzione dello stato d'uso del luogo e della eventuale necessità di bonifiche ovvero della presenza o meno di infrastrutture primarie e secondarie;
6. 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 essere sintetizzato in una scala di valutazione del seguente tenore:

- Punteggio 1 - Assente: non è possibile vendere la garanzia immobiliare "as is" ovvero nella situazione attuale;
- 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 potrebbero essere lunghi a causa delle caratteristiche della garanzia immobiliare e/o delle condizioni negative del mercato locale;
- Punteggio 4 - Probabile: la garanzia immobiliare ha buone possibilità di vendita in tempi brevi subordinatamente ad idonea attività preparatoria tecnico-commerciale.

L'indicatore delle potenzialità di valorizzazione delle garanzie immobiliari potrebbe invece essere basato sui seguenti fattori, ferma restando la logica dei "pesi" e della scala di valori suddetta:

1. eccellenze del territorio: punteggio attribuito in ragione dell'evidenza dei set-

- tori di attività/impresе che rappresentano un punto di forza del territorio;
2. previsioni urbanistiche: punteggio attribuito in funzione dell'esistenza di piani urbanistici. Progetti di livello locale e sovralocale che contemplanо previsioni di trasformazione e strategie di sviluppo per il contesto territoriale in cui ricade l'asset oggetto di studio;
 3. scenari di valutazione: il punteggio viene attribuito in ragione dell'evidenza delle possibili vocazioni dell'area, formulate considerando le diverse vocazioni del territorio, le suggestioni e le indicazioni degli operatori del settore immobiliare e dei testimoni privilegiati (es. associazioni di categoria-settore);
 4. investitori potenziali/manifestazioni di interesse: il punteggio è attribuito in funzione della presenza di interessi specifici già manifestati da operatori e/o progetti già promossi localmente da singoli o associazioni.

Anche in questo caso, l'esito delle valutazioni suddette potrebbe quindi essere sintetizzato in una scala di valutazione del seguente tenore:

- Punteggio 1 - Assente: le caratteristiche e la localizzazione della garanzia immobiliare ne sconsigliano la valorizzazione;
- Punteggio 2 - Miglioramento livello commerciabilità: l'eventuale valorizzazione incrementa sensibilmente la commerciabilità della garanzia immobiliare;
- Punteggio 3 - Incremento di valori: l'eventuale valorizzazione incrementa notevolmente il valore potenziale di vendita;
- Punteggio 4 - Incremento di valore e miglioramento commerciabilità: le caratteristiche e la localizzazione della garanzia immobiliare ne consigliano fortemente la valorizzazione in relazione sia al valore che all'incremento della probabilità di vendita in tempi ragionevoli.

1.3.5 UTP Corporate - Parametri di segmentazione

Per completare e concludere la sezione del documento dedicato alla segmentazione del mercato UTP, vengono qui di seguito proposti alcuni cenni inerenti i principali parametri in base ai quali si suggerisce di segmentare un portafoglio di inadempienze probabili "corporate".

In assenza di garanzie immobiliari, gli UTP corporate vanno analizzati e segmentati

focalizzando l'attenzione sull'attività economica svolta dal "borrower", approfondendo le caratteristiche del settore merceologico di riferimento, i mercati geografici in cui opera, le performance economico-finanziarie specifiche desumibili dai bilanci ed eventualmente da indagini ad hoc, mettendo a confronto gli indici di performance desumibili da studi di settore per codice Ateco con i risultati dell'azienda specifica indagata. Sul mercato esistono applicativi ed algoritmi in grado di automatizzare tali analisi e di ottenere, quale *output* finale, una previsione statistica delle più probabili strategie di recupero (giudiziale o stragiudiziale) nonchè, in base alla strategia, la determinazione della previsione di recupero come percentuale del patrimonio o dell'impiego. Ovviamente l'affidabilità di tali previsioni è strettamente dipendente dalla qualità dei dati e dell'analisi e segmentazione preliminare effettuata sulle singole posizioni, "borrower" per "borrower".

L'esperienza insegna che, in presenza di un adeguato set di dati ed informazioni è possibile pervenire ad una stima attendibile delle previsioni di recupero netto annuale, per tutto l'orizzonte temporale considerato dall'analisi. È tuttavia evidente che gli indicatori di tipo aggregato, basandosi su dati medi, non risultano spesso in grado di cogliere, in misura puntuale, le differenze che caratterizzano l'andamento dei singoli settori industriali e delle realtà imprenditoriali che operano sul territorio.

All'interno del medesimo contesto territoriale esistono infatti settori manifatturieri capaci di registrare risultati eccellenti; così come, all'interno di comparti con tassi di crescita moderati e/o negativi, possano essere individuate singole imprese che presentano un'innata capacità di realizzare performance di tutto rilievo, rispondendo in maniera efficace alle crescenti sfide competitive a cui è assoggettato il proprio contesto economico. 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. Per superare, almeno in parte, tale problematica, occorre evidentemente aumentare il livello quali-quantitativo dei dati e degli strumenti di analisi.

In proposito, segnaliamo a titolo esemplificativo una recente interessante iniziativa promossa da CRIF e da Nomisma, rappresentata da uno studio sul comparto manifat-

turiero italiano^[12], destinato ad evolvere ed a strutturarsi come “Osservatorio” permanente, denominato “Imprese Controvento”. È stato posto al centro dell’attenzione generale un approccio metodologico che ha dimostrato come, nonostante anni di crescita stagnante, sia possibile individuare all’interno del Paese comparti e singole imprese che, pur rappresentando una minoranza, trainano l’economia italiana. Sono state selezionate un gruppo di imprese (pari a circa il 6% del totale) sulla base di alcuni indicatori economico-finanziari (Ricavi, EBITDA e Valore Aggiunto) nonché in relazione al loro andamento storico, con performance pari o superiore a quella mediamente registrata dall’universo manifatturiero.

La configurazione dell’insieme “Controvento” in termini di localizzazione delle imprese, classi dimensionali, distribuzione dei ricavi e rappresentatività settoriale differisce da quanto riscontrabile osservando l’universo manifatturiero nel suo complesso ed il lavoro di ricerca ha consentito di analizzare quanto e in che modo alcuni fattori strutturali quali la localizzazione geografica, la dimensione d’impresa, l’appartenenza a determinati settori e la configurazione strutturale all’interno dei settori stessi, garantiscono alle imprese una maggiore propensione a navigare “Controvento”, quindi più meritevoli di supporto finanziario: evidentemente un’informazione preziosa anche nel campo delle analisi e segmentazioni del mercato *UTP Corporate*.

1.4 LE POLICY DI DERISKING E DERECOGNITION E LE RELATIVE CONSEGUENZE SUL MERCATO UTP

L’attuale crisi economica derivante dalla pandemia del *Covid-19* produrrà impatti in tutta Europa, asimmetrici per area geografica e settore, sui privati e sul settore finanziario. Le misure pubbliche implementate in risposta a tale crisi, in particolare le moratorie la cui scadenza precedentemente prevista per il 30.06.21 e posticipata al

¹² Circa 70.000 aziende, tutti i settori Ateco afferenti alla manifattura in senso stretto non considerando il settore delle costruzioni. Si tratta di società di capitali rimaste attive nell’arco temporale 2014-2019, con ricavi minimi pari a 1.000€ in tutti gli anni di riferimento e una piena disponibilità di dati di bilancio per ognuno degli anni considerati. Sono state dunque escluse le imprese che in questo lasso temporale sono cessate in seguito a fusioni o acquisizioni, oppure per fallimento, messa in liquidazione o in stato di insolvenza.

31.12.2021^[13], condurranno ad un aumento dei volumi NPE. In particolare, per quanto riguarda l'Italia, sono stati stimati c.a. €80-100mld^[14] di nuovi flussi NPE entro 24-30 mesi *post Covid-19*. In parallelo, l'evoluzione del *framework* normativo (e.g. *Calendar Provisioning*^[15], CRR 2, BRRD 2 / MREL, Linee Guida EBA sulla concessione e il monitoraggio dei prestiti, *framework* ESG) porterà alla necessità di identificare strategie di gestione del credito adeguate a garantire la compliance ai requisiti normativi. Una particolare attenzione dovrà essere dedicata allo *stock* e ai flussi attesi di *Unlikely to Pay* ("UTP") che necessitano di una gestione focalizzata, "industrializzata" e strutturale, in particolare per i seguenti elementi:

- strategia di gestione da declinare a seconda di driver chiave quali la dimensione del *ticket* (analisi *single name* vs soluzione massiva), *vintage*, aspettative di recupero, presenza e livello della garanzia;
- potenziale necessità di nuova finanza al fine di ristrutturare la posizione e riportare *in bonis* la Controparte;
- mantenimento da parte della banca *Originator* delle relazioni con la Controparte.

Inoltre, per affrontare l'attuale contesto economico e normativo, si rivelerà necessario ricorrere ad interventi di *deleveraging* e di ottimizzazione di capitale e liquidità. Tra tali soluzioni si potrebbero considerare strutture diverse quali operazioni di cartolarizzazioni o di cessione / conferimento a Fondi di credito specializzati, a seconda degli obiettivi di *deleveraging* specifici dell'ente e di efficientamento della gestione degli NPE, nonché delle caratteristiche del portafoglio UTP. Di seguito si riporta una breve *overview* delle due soluzioni e i principali potenziali vantaggi correlati per gli *Originator*:

Operazioni di cartolarizzazione

L'operazione di cartolarizzazione tradizionale prevede la cessione di un portafoglio crediti ad un Veicolo SPV *ex lege* 130/99 che emette ABS o note di cartolarizzazione,

¹³ Tale proroga non avviene in automatico ma è espressamente richiesta all'impresa e riguarda la sola quota capitale.

¹⁴ Stime PwC e Strategy&

¹⁵ Il *framework* normativo del *Calendar Provisioning* prevede il rispetto di requisiti prudenziali di primo pilastro (Regolamento (UE) 630/2019 recepito nel Regolamento (UE) 575/2013 o CRR) e di secondo pilastro (SREP *target* e *Addendum* alle Linee Guida BCE sugli NPL).

aventi diversa *seniority* a seconda di come viene effettuato il *tranching* del portafoglio, e acquistati da Investitori terzi o da parte dello stesso *Originator*. Coerentemente con le disposizioni previste a livello contabile e prudenziale, questa soluzione potrebbe portare l'*Originator* ad effettuare *derecognition*, deconsolidamento e trasferimento significativo del rischio (SRT) del portafoglio sottostante. In tal senso, i principali vantaggi per l'*Originator* possono essere rappresentati da benefici di *capital relief* 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*. In caso di cartolarizzazioni qualificate come Semplici, Trasparenti e Standardizzate (STS) – unicamente in caso di crediti sottostanti classificati come *performing* – potrebbero essere raggiunti potenziali vantaggi aggiuntivi in termini di *capital relief* e liquidità con conseguente alleggerimento della struttura patrimoniale. Inoltre, con particolare attenzione alla cartolarizzazione di portafogli NPE, nel caso in cui sia riconosciuta la *derecognition* la banca *Originator* potrebbe ottenere: (I) potenziali benefici aggiuntivi in termini di minori oneri patrimoniali derivanti dalla non applicazione del *Calendar Provisioning* sul portafoglio cartolarizzato e (II) una riduzione del NPE ratio.

Fondi UTP

In alternativa alla struttura riportata in precedenza, un *Originator* potrebbe cedere ad un Fondo di Investimento Alternativo (“FIA”) un portafoglio di crediti UTP contro un corrispettivo o in cambio di quote del Fondo stesso. A sua volta, il FIA emette quote destinate ad investitori istituzionali o privati e si avvale di un Depositario specializzato su UTP per il controllo delle quote e il calcolo del *Net Asset Value* (“NAV”) e di uno o più *Advisor* indipendenti che forniscono assistenza in attività specifiche (e.g. strutturazione dell’operazione, valutazione del portafoglio). Tra i principali vantaggi della struttura rientrano la possibilità per l'*Originator* di accedere all'*expertise* e alle competenze specifiche di gestione degli UTP degli attori coinvolti (tra cui SGR / *Service*) e di partecipare alla distribuzione dei proventi, attraverso una *waterfall* prestabilita che generalmente attribuisce priorità elevata alle quote sottoscritte dalle Banche cedenti. Sarà possibile ottenere, inoltre, la *derecognition* a livello contabile, con conseguente miglioramento del livello di NPE ratio, sotto determinate condizioni.

1.5 GLI OPERATORI BUY-SIDE

1.5.1 Gli investitori

A fronte del rilevante ammontare di debito registrato dalle imprese italiane e detenuto dalle banche, il settore del *turnaround* ha registrato un notevole incremento di operazioni relative a NPL, incagli e UTP. In particolare, quest'ultima tipologia di crediti deteriorati, entrata nel periodo più recente nel mirino di numerosi fondi a causa del protrarsi della crisi economico-finanziaria da *Covid-19*, presenta come sottostante prevalentemente *asset real estate* e crediti deteriorati di aziende medio-grandi. Il *focus* degli operatori di settore, inizialmente concentrato sugli NPL, si è quindi progressivamente spostato verso gli UTP, *asset class* maggiormente attrattiva anche a fronte della possibilità di ritorno *in bonis* delle stesse, principalmente attraverso un processo di ristrutturazione organizzativa e/o concessione di nuova finanza.

La crescente attenzione verso gli UTP registratasi negli ultimi anni, congiuntamente alle difficoltà manifestate da parte degli istituti di credito nel poter gestire queste posizioni, ha creato condizioni favorevoli allo sviluppo di un mercato relativo a tale *asset class*, che è diventato particolarmente attrattivo per operatori italiani ed esteri. L'interesse per tale settore è stato accresciuto anche dalla generale carenza di managerialità del tessuto imprenditoriale italiano, che presenta dunque una moltitudine di aziende di piccole e medie dimensioni sulle quali risulta possibile implementare progetti di *turnaround* a lungo termine.

Inoltre, il mercato degli UTP in Italia è ancora giovane e, rispetto a mercati più consolidati, presenta opportunità di rendimento superiori per gli investitori, che detengono un maggior potere negoziale, oltre ad avere maggiori possibilità di scelta.

Un ulteriore stimolo per il mercato delle posizioni UTP è stato dato dai disposti regolamentari che hanno incoraggiato gli istituti di credito a portare a termine operazioni di *de-risking*, cedendo le posizioni non più performanti. Infatti, negli ultimi anni, si è osservato un forte incremento nelle operazioni di cessione di portafogli UTP da parte delle banche.

Nell'ambito delle operazioni di cessione, le banche hanno individuato due principali modalità di impostazione delle strategie di cessione:

- la cessione diretta a terzi, sia di singole posizioni (c.d. “*single name*”) sia di portafogli, consistente in un *de-risking* immediato del portafoglio ceduto in cambio di una percentuale minima del valore nominale del credito;
- la cartolarizzazione, consistente in un’operazione di acquisizione dei crediti da parte di un SPV e la vendita sul mercato dei titoli dello SPV.

Tali modalità sono il riflesso di un mercato caratterizzato da pochi *players*, operanti attraverso l’adozione di differenti approcci strategici.

Alcuni fondi operano tramite un approccio “*single name*”, considerando pertanto i crediti di una singola azienda di grandi dimensioni che vengono acquistati nell’ambito e con il fine ultimo di effettuare un *turnaround* industriale. Tra i nomi più rilevanti, il fondo di *turnaround* Pillarstone, nato nel 2015 da KKR e dalle banche Unicredit e Intesa Sanpaolo.

Oltre Pillarstone e altri *players* come Oxy Capital e QuattroR, in concomitanza con le grandi cessioni di UTP, sul mercato sono entrati nuovi operatori. Tra questi, Prelios e DoValue rappresentano i principali aggregatori di masse di UTP, gestite poi internamente attraverso team dedicati. La metodologia adottata da Prelios e DoValue differisce dalle operazioni puramente definite “*single name*” in quanto prevede la gestione di un **portafoglio crediti** ceduto dalla banca in maniera massiva.

Un caso esemplificativo, è l’operazione denominata “*Project M*” effettuata con Intesa Sanpaolo, la quale ha previsto un accordo riguardante crediti per circa €10 miliardi di GBV dei complessivi €14 miliardi di UTP di Intesa San Paolo. Nell’ambito di tale operazione, il 70% è stato ottenuto in *servicing* da parte di Prelios, la restante parte è stata ceduta e cartolarizzata con *de-recognition* del credito dal bilancio di Intesa.

Sul mercato sono presenti anche fondi di *turnaround* che agiscono utilizzando un approccio “*multioriginator*”. Tale metodologia consiste nell’acquisizione di pacchetti di crediti UTP di specifiche imprese da una moltitudine di banche, prevedendo poi da parte del fondo una gestione del credito prevalentemente finalizzata al ritorno *in bonis* della posizione. Tali fondi si caratterizzano anche per la strutturazione tramite SPV, nei quali le banche conferiscono il credito ottenendo in cambio un determinato rendimento e

spesso anche un *earn-out* aggiuntivo. In particolare, si citano il fondo generalista *Idea Credit Recovery* (IDeA CCR), lanciato nel 2016 dal gruppo Dea Capital e il fondo settoriale *Clessidra Restructuring Fund* lanciato dal fondo di *Private Equity* Clessidra SGR.

Gli investitori possono quindi scegliere di gestire queste posizioni *in-house* o di avvalersi dell'esperienza di consulenti esterni, o "servicers".

Coerentemente con le modalità di investimento specifiche per ciascun investitore, i principali operatori adottano sulle posizioni UTP una strategia attiva che può prevedere:

- un ruolo attivo nell'identificazione e accelerazione del percorso di ristrutturazione;
- l'eventuale supporto finanziario per il raggiungimento degli obiettivi industriali ed il completamento del percorso di *turnaround*;
- l'eventuale conversione in *equity* dei finanziamenti e/o l'emissione di strumenti finanziari partecipativi.

Grazie alle elevate competenze tecniche, manageriali e settoriali possedute, i fondi di *turnaround* e gli aggregatori di masse UTP rappresentano ad oggi la principale soluzione di investimento per la gestione dei crediti deteriorati.

1.5.2 L'attività di *servicing*

Come descritto nelle sezioni precedenti, l'efficace gestione degli NPE, a causa delle peculiarità degli stessi, richiede l'investimento di considerevoli risorse e l'impiego di competenze tecniche specializzate. Gli istituti di credito, non avendo le strutture o le competenze necessarie per valorizzare al meglio i loro portafogli NPE, si affidano spesso a operatori esterni per portare avanti le attività di gestione dei crediti deteriorati. In particolare, la cessione massiva delle posizioni non performanti iniziò principalmente con gli NPL e si verifica al giorno d'oggi anche con gli UTP.

I *servicer* possono contribuire alla valorizzazione dei portafogli UTP sia ricoprendo un ruolo di *advisor* durante la procedura di cessione dei crediti a investitori specializzati, sia prendendo in carico l'esternalizzazione dei processi di recupero. Nel primo caso, i *servicer* aiutano le banche a stimare il valore dei portafogli in cessione tramite estensive operazioni di *vendor due diligence* e assistono gli investitori strutturando solidi *business plans* basati sulle previsioni di incasso dei singoli crediti. Le previsioni di incasso sono elaborate sia sulla base della documentazione resa disponibile (es. piani industriali e da-

ti di bilancio), sia attraverso un processo di *challenge* sulle previsioni fornite, sulla base della conoscenza dello specifico settore di appartenenza e sull'esperienza del *servicer* in merito alle tempistiche di vendita degli *asset* e la durata media delle procedure, sviluppata a seguito delle numerose pratiche seguite in tutto il territorio nazionale.

Nel secondo caso, quello in cui la banca scelga di esternalizzare il recupero crediti, i *servicer* consentono:

- una gestione massiva, organizzata e specialistica dei crediti con il fine di ridurre i tempi di recupero;
- la massimizzazione degli incassi attraverso l'individuazione e attuazione delle strategie più opportune di gestione per i singoli crediti;
- l'accelerazione degli incassi per via stra-giudiziale;
- la riduzione dei costi fissi di gestione.

L'orientamento gestionale dei crediti deteriorati dipende inoltre dalla tipologia di posizione oggetto di valutazione.

Per gli NPL, attestandosi l'insolvenza permanente del debitore, la gestione è improntata sul recupero della posizione in quanto, con la cessione dei portafogli, il *servicer* può acquistare il credito ad un prezzo inferiore del valore nominale implementando poi un'azione di recupero in grado di creare un margine di profitto.

Nel caso degli UTP invece, vista la situazione di difficoltà temporanea, i crediti sono solitamente offerti ad un prezzo di vendita più alto rispetto ad un portafoglio di crediti in sofferenza per via delle maggiori prospettive di *recovery*; il prezzo per il *servicer* è commisurato all'aumento delle performance di recupero. Ad ogni modo, il contributo dei *servicer* è fondato sulla presenza di efficienti strutture operative e su *best practice* di gestione determinate dalla vasta esperienza da loro accumulata nel settore.

Per gestire al meglio uno *stock* di crediti deteriorati è opportuno differenziare la valutazione dello stesso a seconda che il portafoglio sia coperto da una garanzia o meno (per cui definibile rispettivamente "*Secured*" e "*Unsecured*") inquadrando le caratteristiche reddituali, la situazione degli immobili in termini di proprietà, gli eventuali gravami e la stima del valore OMI (Osservatorio Mercato Immobiliare). Una prima analisi in questi

termini permette di aggiornare la valutazione ed individuare le posizioni che, grazie ad una situazione migliorativa, prediligono una gestione di tipo attiva e di sviluppo della relazione, distinguendole da quelle che si dirigono verso lo stato di sofferenza. Nel caso di inadempienze probabili, infatti, una gestione proattiva rappresenta un vantaggio per banche, investitori ed aziende poiché comporta la possibilità di rilancio per il proprio *business*, ristabilendo la capacità di generare flussi di cassa tali da consentire che i prestiti ritornino *performing*. La gestione degli UTP è particolarmente efficiente quando il portafoglio include PMI con esposizioni verso differenti banche, in quanto possono avvantaggiarsi della delega del processo di ristrutturazione ad un unico *servicer*.

In risposta all'aumento dei volumi di NPE e alle evoluzioni normative relative alla loro gestione, i *player* italiani hanno rafforzato il modello di gestione e monitoraggio degli NPE, sviluppando un'attività di *servicing* solida e competitiva. In particolare, nell'ultimo periodo, con il perdurare della crisi finanziaria globale successiva al diffondersi della pandemia, il recupero dei crediti deteriorati è diventato sempre più lento e difficile, cosicché l'*industry* delle NPE ha necessitato sempre più di operatori di settore specializzati capaci di gestire il recupero dei crediti in *default*.

I *servicer* presenti nel mercato italiano possono essere suddivisi in tre categorie, sulla base della loro relazione con gli investitori:

- *Captive servicers*, che controllano e/o gestiscono gli *asset* di un solo investitore;
- *Servicers* indipendenti, che non sono vincolati a nessun investitore in particolare;
- *Servicers* integrati, che, oltre a operare nel settore per conto di investitori terzi, investono loro stessi nel mercato delle NPE.

Nonostante il numero di *players* operanti in questo settore sia ancora ridotto, il mercato del *servicing* in Italia è stato caratterizzato da una forte crescita, spinta dall'aumento nell'ammontare di portafogli trattati e del relativo GBV, principalmente grazie all'incremento delle posizioni creditizie deteriorate derivante dal duraturo stato di instabilità finanziaria del sistema internazionale e nazionale. In linea con tale assunzione, i dati di Banca Ifis (riportati nel *Report* "Mercato delle transazioni NPL e industria del *servicing*" - 2021) hanno stimato che i primi 10 *servicer* per GBV abbiano gestito quasi €300 miliardi di crediti deteriorati a fine 2020. Si stima che lo *stock* complessivo di NPE

italiani possa continuare a crescere nel corso dei prossimi anni, raggiungendo un volume pari a circa €441 miliardi entro la fine del 2022, con conseguenti ulteriori opportunità di sviluppo per i *servicers* operanti su territorio nazionale.

1.5.3 La nuova finanza UTP e sostegno finanziario ai debitori: premesse

Nell'ambito della categoria dei crediti deteriorati (c.d. "NPL"), l'*asset class* più vasta e complessa è rappresentata dalle inadempienze probabili o *unlikely to pay* (c.d. "UTP")¹⁶. Tale categoria, contraddistinta molto spesso da fattispecie nelle quali l'attività d'impresa, pur impattata da elementi di inefficienza (gestionali, di mercato, finanziari, ecc.) denota comunque una certa vitalità da valorizzare con interventi mirati, necessita di un supporto finanziario altamente flessibile, rendendosi necessario individuare quali, tra le diverse forme di sostegno alla finanza astrattamente ipotizzabili, si rivelino in concreto funzionali al rilancio dell'impresa.

Va peraltro precisato che la flessibilità dell'intervento a sostegno di tali categorie di debitori 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, che consenta di intercettare e rispondere tempestivamente alle specifiche e mutevoli esigenze finanziarie dell'azienda nelle varie fasi di ristrutturazione. La particolare fragilità di questa categoria di debito (rectius: debitore) comporta che anche la mera tardività dell'intervento possa di fatto compromettere l'intera ristrutturazione e determinarne la riclassificazione a c.d. "*bad debt*".

1.5.4 Possibili forme di sostegno finanziario e relative necessarie cautele

Le forme di supporto finanziario più frequentemente utilizzate in ambito *distressed* sono le seguenti:

¹⁶ In particolare, si noti come dall'entrata in vigore il 1 gennaio 2014 del Regolamento (UE) n. 575 del 2013 (c.d. "CRR"), le banche classificano in stato di *default* prudenziale i debitori quando ricorre almeno una delle seguenti condizioni:

(a) il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni nel pagamento di un'obbligazione rilevante (c.d. "soglia di rilevanza");
(b) la banca giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alla sua obbligazione (c.d. "criterio dell'*unlikely to pay*").

Tale definizione è stata integrata da ulteriori regole emanate in sede europea: le linee guida della *European Banking Authority* sull'applicazione della definizione di *default* (EBA/GL/2016/07) e il Regolamento Delegato (UE) n. 171 del 2018 emanato dalla Commissione Europea, che individua la soglia di rilevanza delle obbligazioni creditizie in arretrato. Tutte le banche europee sono tenute ad applicare queste ulteriori regole a decorrere dal 1 gennaio 2021.

a. Supporto all'*equity*

Si tratta di interventi destinati a stabilizzare la situazione patrimoniale e finanziaria delle imprese, realizzabili nella maggior parte dei casi mediante l'utilizzo delle seguenti forme tecniche:

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

b. Supporto al debito a medio-lungo termine per investimenti

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

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

c. 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:

- I. 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;
- II. le linee di credito a breve termine, rilasciate mediante affidamenti in conto corrente anche attraverso l'anticipo di fatture commerciali;
- III. l'emissione di cambiali finanziarie, ai sensi della L. n. 43 del 1994, come da ultimo modificata dal D.L. n. 77 del 2020;

- IV. finanziamenti nel contesto di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della L. 130 del 1999.

d. Finanziamenti erogati nel contesto di strumenti di risanamento della crisi aziendale

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

Ai sensi della normativa con cui gli operatori finanziari si sono fino ad ora confrontati, i maggiori strumenti sono:

- I. finanziamenti in esecuzione di un piano attestato di risanamento ai sensi dell'art. 67, co. 3, lett. d) L. Fall. (nel contesto del quale, tuttavia, le garanzie riconosciute al creditore finanziario risultano più limitate, i.e. esenzione dall'azione revocatoria fallimentare ed esenzione da alcuni reati fallimentari);
- II. finanziamenti in funzione della domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione o di un concordato preventivo, ai sensi dell'art. 182-*quater*, co. 2, L. Fall.;
- III. finanziamenti in esecuzione di un accordo di ristrutturazione o di un concordato preventivo già omologato, ai sensi dell'art. 182-*quater*, co. 1, L. Fall.;
- IV. finanziamenti autorizzati, funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori nel contesto della negoziazione di un accordo di ristrutturazione o di un concordato preventivo, ove presente un'attestazione specifica in ordine alla valutazione di miglior soddisfazione dei creditori, ai sensi dell'art. 182-*quinquies*, co. 1, L. Fall.;
- V. finanziamenti autorizzati funzionali a soddisfare urgenti necessità relative all'attività d'impresa, nel contesto di un accordo di ristrutturazione o di un concordato preventivo, ai sensi dell'art. 182-*quinquies*, co. 3, L. Fall.

TABELLA RIASSUNTIVA

	TIPO DI FINANZIAMENTO (AI SENSI DELLA L. FALL.)	ESENZIONE DA REVOCATORIA	ESENZIONE DA BANCAROTTA	PREDEDUZIONE
PIANO 67	FINANZIAMENTI IN ESECUZIONE DEL PIANO ATTESTATO DI RISANAMENTO (ART. 67/217-BIS)	SI	SI	NO
ACCORDO 182 BIS / CONCORDATO PREVENTIVO	FINANZIAMENTI IN FUNZIONE (ART. 182-QUATER, 2 CO.)	SI	SI	SI
	FINANZIAMENTI IN ESECUZIONE (ART. 182-QUATER, 1 CO.)			
	FINANZIAMENTI FUNZIONALI ALLA MIGLIORE SODDISFAZIONE DEI CREDITORI (ART. 182-QUINQUIES, 1 CO.)			
	FINANZIAMENTI FUNZIONALI A URGENTI NECESSITÀ RELATIVE ALL'ATTIVITÀ D'IMPRESA (ART. 182-QUINQUIES, 3 CO.)			

1.5.5 Sostegno finanziario: procedimento, cautele e mitigants

A seconda della specifica situazione concreta che caratterizza il debitore, il creditore finanziario potrà optare per differenti soluzioni finalizzate al contenimento del rischio connesso all'operazione di sostegno realizzata.

Ciascun percorso di risanamento, nell'ambito delle rispettive peculiarità e regole/prassi procedurali applicabili, può essere suddiviso, quantomeno, nelle seguenti fasi:

- I. 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;
- II. 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;
- III. una fase di implementazione dello strumento di ristrutturazione prescelto, con l'eventuale sostegno – anche mediante immissione di nuove risorse finanziarie – dei creditori rilevanti;
- IV. 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.

Di seguito per ogni scenario si elencano alcuni possibili *mitigants*:

SCENARIO DI RIFERIMENTO	SITUAZIONE DISTRESSED "LIEVE" DEL DEBITORE CLASSIFICATO COME UTP
Strumento di Risamento	Nessuno strumento di risanamento
Mitigants	<ul style="list-style-type: none"> a. Specifico <i>expertise</i> dell'operatore finanziario nella valutazione del grado di rischio dell'operazione in relazione al livello di concreta <i>bankruptcy remoteness</i> del debitore; b. redazione di una <i>Independent Business Review</i>; c. acquisizione da parte del finanziatore di garanzie (reali, personali, <i>cash collateral</i>) rilasciate da soggetti terzi.

SCENARIO DI RIFERIMENTO	SITUAZIONE DISTRESSED "MODERATA" O "GRAVE" DEL DEBITORE CLASSIFICATO COME UTP
Strumento di Risamento	Piano di Risamento attestato ai sensi dell'art. 67, co. 3, lett. d) L. Fall.
Mitigant	<ul style="list-style-type: none"> a. Esenzione da revocatoria e da bancarotta (preferenziale/semplificata) per atti, pagamenti e garanzie previsti e posti in essere in esecuzione del piano di risanamento e del relativo accordo. L'operatività dell'esenzione dalla revocatoria fallimentare è comunque soggetta ad una valutazione <i>ex post</i> del giudice chiamato a valutare la domanda di revocatoria proposta; risulta pertanto fondamentale lo specifico <i>expertise</i> dell'operatore finanziario nella valutazione: (I) dell'effettiva fattibilità del piano sulla base di un giudizio prognostico; (II) del grado di rischio dell'operazione in relazione al livello di concreta <i>bankruptcy remoteness</i> del debitore; b. richiesta di garanzie collaterali, analizzando: (I) la tipologia di garanzia richiesta; (II) il grado di terzietà del soggetto disposto a rilasciarla; (III) l'opportunità di inserimento di tale garanzia nel piano di risanamento ove si rendano necessari <i>mitigant</i> in ordine all'irrevocabilità della concessione.

SCENARIO DI RIFERIMENTO	SITUAZIONE DISTRESSED "GRAVE" E/O PRESENZA DI INDICATORI SINTOMATICI DI CRISI CON RIFERIMENTO AL DEBITORE CLASSIFICATO COME UTP
Strumento di Risamento	<p>Accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-<i>bis</i> L. Fall. oppure</p> <p>Concordato preventivo ai sensi degli artt. 160 e seguenti L. Fall.</p>
Mitigant	<ul style="list-style-type: none"> c. La negoziazione di un accordo di ristrutturazione non garantisce una copertura legale rispetto all'erogazione di somme, anche se <i>latu sensu</i> funzionali alla ristrutturazione, salvo che l'erogazione non avvenga dopo il deposito di una domanda ai sensi dell'art. 161, co. 6 L. Fall., ovvero di una istanza ai sensi dell'art. 182-<i>bis</i>, co. 6 L. Fall., fintanto che l'accordo di ristrutturazione (o il concordato preventivo) non viene omologato; d. i procedimenti prescritti dalla vigente normativa in caso di accordo di ristrutturazione dei debiti o concordato preventivo, prevedono tuttavia le possibilità, e le conseguenti tutele per il creditore finanziario, di erogazione di nuova finanza – autorizzata nel contesto di tali strumenti – descritti al punto 2. (d) che precede; e. richiesta di garanzie collaterali, analizzando: (I) la tipologia di garanzia richiesta; (II) il grado di terzietà del soggetto disposto a rilasciarla; (III) l'opportunità di inserimento di tale garanzia nel piano di risanamento ove si rendano necessari <i>mitigant</i> in ordine all'irrevocabilità della concessione.

1.5.6 Sfide applicative: l'importanza di gestire il capitale circolante e l'approccio delle imprese

Nel panorama economico italiano attuale, caratterizzato da una polverizzazione del mercato e dalla presenza di un rilevante numero di microimprese, oltre che di imprese piccole e medie, le potenziali soluzioni percorribili dalle medesime nel caso di uno squilibrio economico-finanziario, seppur temporaneo, risultano limitate rispetto alle alternative invece attuabili in mercati prevalentemente popolati da medie e grandi imprese; appare pertanto quanto mai necessario individuare operatori finanziari specializzati, disposti ad intervenire a sostegno dei processi di ristrutturazione delle imprese. In tale contesto, infatti, l'intervento da parte di un operatore capace non soltanto di immettere nuova finanza, ma anche di ottimizzare i processi di interlocuzione tra i vari *stakeholders*, gli *advisor* e la proprietà, grazie alla specifica esperienza nel peculiare contesto della ristrutturazione aziendale, può risultare particolarmente efficace e conveniente per la buona riuscita dell'intervento.

Naturalmente, l'opzione di intervento da parte di un operatore finanziario specializzato necessita di un'accurata valutazione della società e del progetto ristrutturativo cui la stessa intenderebbe accedere; in tale ottica è opportuno precisare che il buon esito del processo valutativo dipenderà anche dall'approccio adottato dalla società stessa al fine di fornire con celerità e precisione tutti gli elementi necessari allo svolgimento di tale processo.

Il positivo esito di tale valutazione dipenderà in modo particolare dai seguenti principali elementi:

- a. le effettive potenzialità del *business* e le concrete possibilità di recupero dell'economicità della gestione caratteristica nel medio e lungo termine;
- b. la credibilità del *business* e delle prospettive di risanamento desumibili dalla concreta disponibilità di finanziatori terzi e della stessa proprietà di immettere nuova finanza a sostegno del processo di ristrutturazione;
- c. l'introduzione di nuove figure di riferimento aziendali, sia sotto il profilo operativo che manageriale, al fine di segnalare al mercato l'esistenza di elementi di discontinuità rispetto alla gestione pregressa che ha portato alla crisi;

- d. credibilità dello specifico scenario di risanamento sia rispetto alla cornice procedurale prescelta, sia con riferimento all'autorevolezza e alla competenza delle figure professionali esterne coinvolte, sia con riferimento agli *advisor* finanziari e legali.

Il giusto *mix* nell'individuazione degli ambiti di intervento prioritari, siano essi di mercato, di struttura, di *management* o di natura finanziaria, determinerà il successo del tentativo di risanamento intrapreso dal debitore UTP.

2 ASPETTI REGOLAMENTARI DEI CREDITI UTP E LE VALUTAZIONI DEGLI ACQUIRENTI

A cura di ROBERTO **BARBARULO**^[17], CLAUDIO **BATTISTELLA**^[18], PIETRO **DIANA**^[19], ANTONIO **LANDI**^[20], PAOLO **RINALDI**^[21], GIULIANO **SOLDI**^[22], PAOLA **TONDELLI**^[23]

Il manifestarsi della grave recessione economico-finanziaria del 2007-2008, originata in seguito allo scoppio della “bolla immobiliare” negli Stati Uniti per poi assumere nell’arco di breve tempo carattere globale, ha indotto le autorità normative e regolamentari, internazionali ed europee, a porre in atto una serie di interventi finalizzati

¹⁷ Come già definito al capitolo primo.

¹⁸ Laureato in Economia e Commercio presso l’Università degli Studi di Torino. *Master in Management Banking presso l’Insead di Fontainebleau*. Vanta pluriennali esperienze con ruoli di responsabilità crescenti, sia nel campo dei crediti che nell’*equity research*. È stato il responsabile della direzione centrale *credito problematico* di Intesa Sanpaolo, vice direttore generale e *Chief Lending Officer* del Gruppo Bper. È stato componente del Consiglio di Amministrazione della Cassa di Risparmio di Saluzzo Spa e presidente del comitato esecutivo della Cassa di Risparmio di Bra. Fondatore della ACS Advisory&Consulting Services, è consigliere del Credito Fondiario e membro del comitato crediti, consigliere di Bper Leasing e consigliere delegato di Lio Capital. Ricopre anche la carica di sindaco effettivo e membro dell’ODV di Pininfarina. È docente di Riorganizzazioni Finanziarie e Distress Value Investing all’Università Luigi Bocconi e ha ricoperto l’incarico di docenza di Crisi e Ristrutturazioni d’Azienda anche alla Lum-Jean Monnet di Bari.

¹⁹ Dopo la laurea in Economia Aziendale in Bocconi, inizia il suo percorso nel mondo della revisione aziendale e del *corporate finance* prima in PWC, e poi in Vitale, maturando una forte esperienza nella valutazione di aziende, operazioni di finanza straordinaria e ristrutturazioni del debito in differenti settori. Si unisce in seguito ad una nuova sfida internazionale con il Gruppo Arc International, dove ha seguito progetti di *corporate* e *business development*, M&A e Strategic Planning. Oggi è *Investment Director Illimity SGR*.

²⁰ Come già definito al capitolo primo.

²¹ Membro del Gruppo di lavoro nazionale del Cndcec sulla Riforma Rordorf. Dottore Commercialista e Revisore Contabile e *partner* dello Studio Rinaldi in Modena, svolge da 25 anni attività di *advisory* finanziaria in ambito *restructuring* e *lending*. Svolge attività di docenza in master e corsi di formazione specialistica, pubblicando sulle principali riviste di settore. ricopre incarichi di amministratore indipendente in primario gruppo bancario quotato, nonché di commissario giudiziale, liquidatore giudiziale e curatore fallimentare., componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento e Coordinatore del Gruppo di lavoro “UTP” di Odcec Milano.

²² Dottore Commercialista e Revisore Legale, componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa, della Commissione Finanza e Gestione di Impresa e della Commissione Banche, Intermediari Finanziari e Assicurazioni di Odcec Milano. Docente e formatore in materia di Finanza Aziendale, Crisi d’Impresa e Regolamentazione Bancaria. Tematiche affrontate anche come autore e coautore di pubblicazioni scientifiche. Opera presso la Banca Del Territorio Lombardo - Gruppo Cassa Centrale Banca.

²³ Head of Utp & Turnaround Funds presso Illimity Sgr e promotrice e *managing director* del primo fondo lanciato dalla Sgr. Il fondo investe in Utp verso PMI italiane in difficoltà ma caratterizzate da concrete possibilità di *recovery* e rilancio. Fino a dicembre 2019, è stata *partner* di Vitale, primaria società di *advisory* indipendente, dove per circa 17 anni si è occupata prevalentemente di operazioni di ristrutturazione finanziaria agendo come *advisor* sia delle imprese che di banche creditrici. In precedenza, *director* e membro del Consiglio di Amministrazione di Lazard Italia, primaria banca d’investimento internazionale. È consigliere di TMA Italia, filiale italiana della *Turnaround Management Association*, un’organizzazione internazionale focalizzata sul *turnaround*, e *fellow member* di EACTP, *European Association Of Certified Turnaround Professional*, associazione che riunisce esperti di *turnaround* e crisi d’impresa a livello europeo. È, inoltre, parte del consiglio direttivo di AIFI (associazione italiana del *private equity venture capital* e *private debt*).

ad attenuare gli effetti di future crisi. Al riguardo, in data 24 luglio 2014 l'*International Accounting Standards Board* (IASB) ha pubblicato un nuovo *standard* contabile, l'*International Financial Reporting Standard* (IFRS) 9 "*Financial Instruments*", adottato dalla Commissione Europea con il Regolamento (UE) 2016/2067 del 22 novembre 2016^[24].

L'IFRS 9 è stato introdotto proprio con "*la finalità di migliorare l'informativa finanziaria sugli strumenti finanziari affrontando problemi sorti in materia nel corso della crisi finanziaria*"^[25]. In particolare, l'adozione del Principio ha rappresentato la risposta all'esigenza posta dal G20 sulla necessità di introdurre un modello più lungimirante di rilevazione delle perdite attese sulle attività finanziarie. La nuova regola contabile si prefiggeva quindi l'obiettivo di "*superare il gap esistente tra i principi contabili attualmente in vigore e i criteri di risk management imposti da Basilea 2 e 3, utilizzando criteri di previsione ex ante delle perdite attese su tutto l'arco temporale di vita residua del finanziamento*"^[26].

L'obiettivo dell'Autorità nell'emanazione del nuovo Principio era di fornire una rappresentazione delle attività e passività finanziarie in bilancio in grado di consentire ai destinatari dell'informativa di disporre di indicazioni, significative e utili, per la valutazione degli importi, della tempistica e del grado di incertezza dei flussi finanziari futuri.

Il regolamento (UE) 2016/2067 prevedeva quale termine ultimo per l'applicazione delle disposizioni contenute nel nuovo Principio la data di inizio del primo esercizio finanziario il cui avvio fosse avvenuto il primo gennaio 2018 o successivamente.

In ambito bancario il recepimento della novità contabile è avvenuto in data 22 dicembre 2017 con il quinto aggiornamento della Circolare della Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005 (Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione). Il documento contiene le disposizioni, emanate dall'Autorità Nazionale di Vigilanza *ex art. 43* del decreto legislativo 18 agosto 2015 n. 136, che disciplinano gli schemi del bilancio (stato patrimoniale, conto economico, prospetto della redditività complessiva, prospetto delle variazioni del patrimonio netto e rendiconto finanziario), la nota integrativa nonché la relazione sulla gestione degli intermediari.

²⁴ Pubblicato in Gazzetta Ufficiale L 323.

²⁵ Regolamento (UE) 2016/2067 della Commissione del 22 novembre 2016.

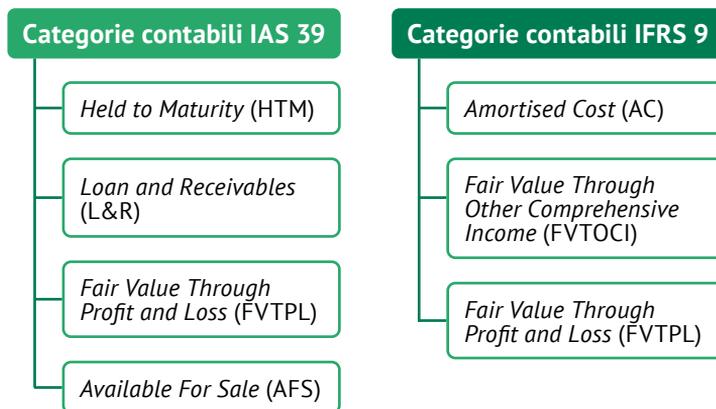
²⁶ Odcec Milano Commissione Finanza e Controllo di Gestione, "*Rating Advisory - Linee Guida per il monitoraggio proattivo del merito creditizio e l'assegnazione del rating d'impresa*", Milano, 21 dicembre 2015, pag. 22.

Le principali variazioni introdotte dall'IFRS 9 hanno interessato gli aspetti seguenti:

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.

2.1 MISURAZIONE E CLASSIFICAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

Il Principio ha introdotto una nuova ripartizione delle attività finanziarie, riducendo da quattro a tre le categorie contabili rispetto allo IAS 39.



Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato (AC - *Amortized Cost*).

Sono inclusi all'interno della categoria gli strumenti che l'istituto di credito identifica tramite il *business model*, da detenere sino alla scadenza (*Held to Collect*) incassando i relativi flussi finanziari previsti contrattualmente e che presentano *cash flow* contrattuali costituiti esclusivamente dal rimborso del capitale e dal pagamento degli interessi calcolati sull'importo del capitale da restituire.

Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva (FVTOCI - *Fair value Through other Comprehensive Income*).

Rientrano nella categoria “gli strumenti finanziari” che soddisfano entrambe le seguenti condizioni:

1. attività possedute nell’ambito di un *business model*, il cui obiettivo è conseguito sia incassando i flussi di cassa previsti sia procedendo alla cessione di tali attività;
2. i termini contrattuali delle attività danno origine, per specifiche date, a flussi di cassa derivanti da rimborsi di capitale nominale e da interessi calcolati in relazione al capitale residuo.

La valutazione di questi strumenti finanziari è effettuata al *fair value*, con un conseguente impatto sulla voce del patrimonio netto denominata Riserve di rivalutazione^[27].

Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico (FVTPL - *Fair value Through other Profit & Loss*):

La categoria FVTPL prevede tre sottovoci:

1. attività finanziarie detenute con finalità di *trading*. Rispetto alle precedenti trattasi di una categoria residuale costituita da strumenti posseduti per la negoziazione;
2. attività finanziarie per le quali l’istituto di credito si è avvalso della facoltà di esercitare la “*fair value option*”. Con l’obiettivo di ridurre o eliminare l’*accounting mismatch* (asimmetria contabile) è data facoltà al singolo intermediario di esercitare l’opzione di valutazione al *fair value* procedendo a classificare gli strumenti finanziari all’interno di questo portafoglio;
3. altri strumenti finanziari privi delle caratteristiche previste per la classificazione nelle categorie AC e FVTOCI e quindi inseriti obbligatoriamente in via residuale nella categoria.

La classificazione degli strumenti finanziari all’interno dei nuovi portafogli contabili avviene sulla base di due driver:

4. *business model*;
5. caratteristiche contrattuali dei flussi di cassa derivanti dall’attività finanziaria.

²⁷ M. FERFOGLIA, *Manuale pratico di banca*, Aracne editrice, maggio 2020.

La prima condizione concerne la verifica del modello di *business* utilizzato dagli intermediari nella gestione degli strumenti finanziari.

Al riguardo, la banca individua le attività finanziarie sulla base delle motivazioni alla base della detenzione all'interno dei vari portafogli, suddividendole in:

6. attività detenute per incassare i flussi di cassa;
7. attività detenute con finalità di *trading*;
8. attività detenute per entrambi gli scopi indicati al punto 1 e 2.

La seconda condizione prevede un processo standardizzato per la verifica dei flussi contrattuali previsti per il singolo strumento finanziario da effettuare mediante il c.d. SPPI test "*Solely payment of principal and interest test - on the principal amount outstanding*". Il test "mira a verificare se i *cash flow* generati alle date prefissate rappresentano esclusivamente (*solely*) il pagamento del capitale (*principal*) e degli interessi (*interest*). Il superamento dell'*SPPI test* permette alla banca di iscrivere l'*asset* al Costo ammortizzato (AC) o al *Fair Value Through Other Comprehensive Income* (FVTOCI), posto che l'*asset* in questione rientri in uno dei due *business model*. Laddove tale condizione non sia verificata e nei casi in cui il *business model* sia quello di *trading* l'*asset* rientrerà nella terza categoria di misurazione, ovvero il *Fair Value Through Profit and Loss* (FVTPL)"^[28].

2.2 MODELLO DI IMPAIRMENT

L'IFRS 9 ha introdotto un nuovo modello di calcolo delle rettifiche di valore sui crediti incentrato sulla rilevazione delle perdite attese.

La svalutazione dei crediti avviene quindi mediante un sistematico riconoscimento progressivo e anticipatore del deterioramento della qualità creditizia rispetto all'*origin*ation, segnando il passaggio dalla logica *incurred loss* a quella *expected loss*.

Il funzionamento e l'impatto del nuovo modello di *impairment* è stato oggetto della relazione illustrativa al Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 10 gennaio 2018: "*La previsione di una nuova metodologia di 'impairment' degli strumenti finan-*

²⁸ M. FERFOGLIA, G. SOLDI, *Bilancio Bancario e IFRS 9*, Paper AnalisiBanka, aprile 2018.

ziari è uno degli effetti più rilevanti derivanti dall'adozione dell'IFRS 9. L'obiettivo contabile è quello di rilevare le perdite attese lungo tutta la vita del credito per tutti gli strumenti finanziari per i quali vi sono stati aumenti significativi del rischio di credito dopo la rilevazione iniziale. In sintesi, quindi, le rettifiche del valore degli strumenti finanziari, anche di quelli c.d. *performing*, sono influenzate dalle aspettative sul rischio di credito dei singoli (o di gruppi di) strumenti"^[29].

In seguito all'adozione del nuovo modello di riconoscimento contabile delle perdite le banche sono, quindi, tenute a contabilizzare, tempestivamente, le perdite attese future a prescindere dal verificarsi o meno del manifestarsi di un evento di perdita (*trigger event*), adeguando periodicamente l'ammontare degli accantonamenti riflettendo su base prospettica le variazioni nel rischio per tutta la durata dello strumento finanziario. L'assunto del nuovo modello è insito nella definizione di 'perdita attesa' quale "differenza tra i flussi di cassa contrattuali e quelli attesi (*deficit* di cassa), scontati al tasso di interesse effettivo originario"^[30].

Il modello di *impairment* dell'IFRS 9 è denominato anche *three-bucket model* in quanto prevede una classificazione dei crediti in tre *stage* in funzione del livello e della variazione nel tempo del rischio di credito.

Il passaggio di *stage* è di tipo simmetrico e di conseguenza può avvenire sia in presenza di un decadimento del rischio di credito sia in presenza di un miglioramento dello stesso.

Il portafoglio dell'intermediario viene quindi classificato (*stage allocation*) sulla base del grado di rischio nei seguenti *stage*:

Stage 1 - Performing: rischio basso con *performance* in linea con le previsioni, perdita attesa mono-periodale definita a 12 mesi e interessi calcolati sul valore lordo dell'esposizione.

²⁹ Relazione illustrativa al Decreto 10 gennaio 2018. Disposizioni di coordinamento tra il principio contabile internazionale adottato con il Regolamento 22 novembre 2016, n. 2016/2067 che modifica il Regolamento (CE) n. 1126/2008 che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'*International Financial Reporting Standard 9* e le regole di determinazione della base imponibile dell'IRES e dell'IRAP, ai sensi dell'articolo 4, comma 7-*quater*, del Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38. (Decreto pubblicato in G.U. Serie Generale n. 19 del 24 gennaio 2018).

³⁰ C. Del Prete, "I principi contabili internazionali: l'impatto dell'IFRS 9 sui sistemi di monitoraggio del rischio di insolvenza", Quaderno n. 71 dell'ODCEC di Milano, Sistemi di allerta interna, a cura di D. BERNARDI - M. TALONE, Milano, 2017, pag. 30.

Il Principio puntualizza come per importo pari a perdite attese su crediti nei 12 mesi debba intendersi *“la quota di perdite attese lungo tutta la vita del credito che rappresenta le perdite attese su crediti risultanti da inadempimenti su uno strumento finanziario che possono verificarsi entro i 12 mesi successivi alla data di riferimento del bilancio”*^[31];

Stage 2 - Underperforming: rischio intermedio originato da un significativo incremento rispetto all'erogazione (*origination*). Perdita attesa multiperiodale (*expected loss life-time period* - ELLP) che ricomprende tutti i possibili eventi attesi di *default* lungo tutta la durata dello strumento. Interessi calcolati sul valore lordo dell'esposizione. La suddivisione del credito *in bonis* all'intento di due Stadi ha rappresentato una delle novità di rilievo dell'IFRS 9 rispetto al precedente IAS 39. Con la novità introdotta, il Principio ha superato il modello di rettifica sui crediti fondato sul criterio *incurred loss* che prevedeva la rilevazione della perdita al verificarsi di un *trigger event*. La nuova regola contabile permette infatti che *“le perdite lungo tutta la vita del credito vengano rilevate prima che lo strumento finanziario sia scaduto o prima che si osservino altri eventi di default riguardanti il debitore”*^[32];

Stage 3 - Non performing: rischio elevato in presenza di oggettive evidenze di “deterioramento” della qualità del credito. Perdita attesa ELLP (lifetime) e interessi calcolati sul valore netto dell'esposizione.

Ai sensi del dell'IFRS 9 *“i criteri che determinano l'inclusione nella “classe 3” dell'IFRS 9 sono analoghi a quelli utilizzati in precedenza per la classificazione dei crediti che hanno subito una “riduzione di valore” ai sensi dello IAS 39. Per le attività finanziarie considerate deteriorate (“classe 3”) l'accantonamento per riduzione di valore è costituito a copertura della posizione specifica e può essere stimato sia su base analitica sia su base collettiva”*^[33]. Le esposizioni classificate nello *stage 3* dovrebbero essere tutte oggetto delle disposizioni contenute nelle Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL) – pubblicate dalla Banca Centrale Europea nel mese di marzo 2017 –.

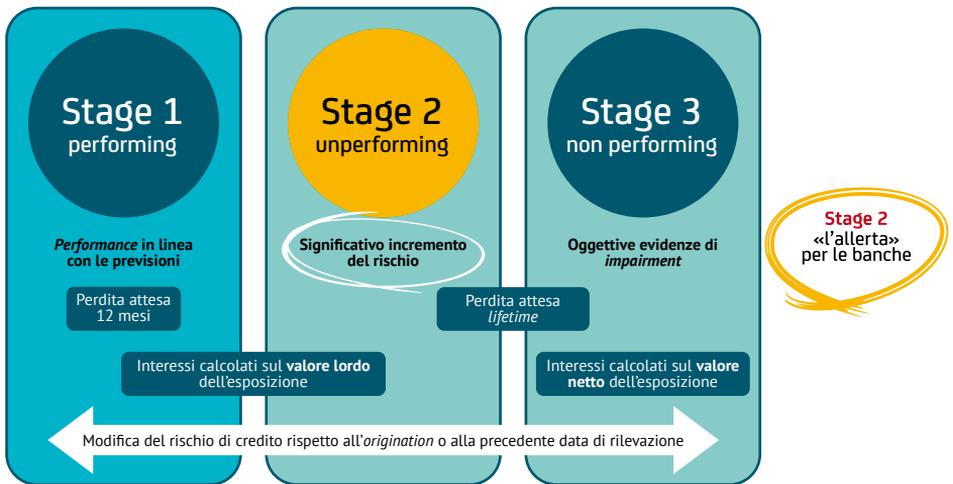
³¹ IFRS 9, Appendice A, Definizione dei termini

³² Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL), Banca Centrale Europea, Marzo 2017

³³ Vedi nota n. 29

IFRS 9: un nuovo modello di impairment

Il nuovo principio contabile prevede un modello di *impairment* finalizzato a consentire la rilevazione delle perdite attese (*expected loss*), mediante la classificazione dei crediti in tre stage in funzione del rischio di credito della controparte.



Il modello introduce un'ottica *forward-looking* e prevede un aggiornamento continuo del valore dei crediti con **una rilevazione delle perdite più tempestiva.**

2.2.1 Rappresentazione delle operazioni di copertura

Uno degli obiettivi dell'IFRS 9 era rappresentato da una rappresentazione più coerente rispetto allo IAS 39 degli effetti dell'attività di *risk management* in bilancio. La finalità, conseguita mediante l'adozione di nuove politiche di copertura (*hedge accounting*), era quindi di permettere un'immediata comprensione delle connessioni tra attività di copertura e i conseguenti effetti contabili.

2.2.2 Modifiche agli schemi di Bilancio e alla Nota Integrativa

La Banca d'Italia con il quinto aggiornamento della Circolare n. 262 è intervenuta variando gli schemi di stato patrimoniale, conto economico, il prospetto della redditività complessiva e l'informativa contenuta in nota integrativa.

Le modifiche apportate hanno allineato le voci contenute nei prospetti ai dettami previsti dall'IFRS 9 in relazione ai nuovi portafogli contabili.

2.2.3 Il significativo incremento del rischio

Le nuove logiche contenute nell'IFRS 9 hanno imposto agli enti creditizi una modifica delle prassi di gestione del credito, richiedendo un atteggiamento proattivo nella gestione del rapporto mediante un monitoraggio costante dei parametri di rischio per ridurre l'incidenza di possibili maggiori accantonamenti.

Di fondamentale importanza si rivela quindi la capacità di individuare possibili criticità, per intervenire tempestivamente ai primi segnali di deterioramento della qualità del credito evitando il decadimento dei debitori dallo *Stage 1* verso gli stati peggiori (*Stage 2* e *Stage 3*).

Al riguardo, la svolta introdotta dal nuovo modello di *impairment* è inerente quindi alla costante verifica della presenza di aumenti significativi del rischio di credito: *“L’obiettivo delle disposizioni in materia di riduzione di valore è rilevare le perdite attese lungo tutta la vita del credito per tutti gli strumenti finanziari per i quali vi sono stati aumenti significativi del rischio di credito dopo la rilevazione iniziale — siano essi valutati su base individuale o collettiva — considerando tutte le informazioni ragionevoli e dimostrabili, comprese quelle indicative degli sviluppi attesi”*^[34].

Il motivo della peculiare attenzione dello IASB *“risiede nel fatto che il merito creditizio della controparte, e pertanto le perdite attese su crediti indicate al momento della rilevazione iniziale, sono presi in considerazione al momento della determinazione del prezzo. Pertanto, ne consegue che un aumento del rischio di credito rispetto a quello inizialmente rilevato non possa essere completamente compensato dal tasso di interesse applicato e, di conseguenza, gli enti creditizi dovrebbero valutare attentamente se si sia verificato un significativo aumento del rischio di credito. In caso affermativo, l’esposizione creditizia dovrebbe*

³⁴ Regolamento (UE) 2016/2067 della Commissione del 22 novembre 2016 che modifica il Regolamento (CE) n. 1126/2008 che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'*International Financial Reporting Standard 9*.

essere soggetta a un calcolo delle perdite attese su crediti lungo tutta la vita del credito^[35]. Le informazioni richieste dal Principio per la valutazione della sussistenza di un aumento significativo del rischio di credito sono molteplici come riportato nel paragrafo B5.5.17.

I principali indicatori utilizzati dalle Banche come parametri per individuare un potenziale incremento del rischio di credito ai fini del passaggio da *Stage 1* a *Stage 2* sono i seguenti:

1. crediti scaduti o sconfinanti. Rileva la presunzione relativa di 30 giorni senza soglia di rilevanza, è possibile adottare altra tempistica in presenza di adeguate evidenze statistiche;
2. *downgrading* significativo del *rating* rispetto alla valutazione del merito creditizio in fase di *origination*;
3. cambiamenti nella PD che eccedano un livello prestabilito (*cut off*);
4. iscrizione del credito all'interno di una lista di crediti problematici/*watchlist* o attribuzione ad un *team* di monitoraggio dedicato alla gestione dei crediti problematici;
5. posizioni contenute all'interno di portafogli privi di *rating* che registrino aumenti significativi dei tassi di *default*;
6. misure di concessione (moratorie, rinegoiazioni, variazioni di tasso), incluse quelle che ricadono nella definizione EBA di *forbearance* per le esposizioni *in bonis*.

Al riguardo, è utile porre particolare attenzione alle “misure di tolleranza” (*forbearance measure*) in quanto l'attribuzione dello stato di “difficoltà finanziaria” implica maggior assorbimento patrimoniale per la banca per almeno 12 mesi, in caso di passaggio a *Stage 2* e per almeno 36 mesi in caso di classificazione a *Stage 3* (*forborne non performing*).

³⁵ Orientamenti in materia di pratiche di gestione del rischio di credito e di rilevazione contabile delle perdite attese su crediti degli enti creditizi, EBA/GL/2017/06, 20 settembre 2017.

Rientro *in bonis* forborne e forborne non performing

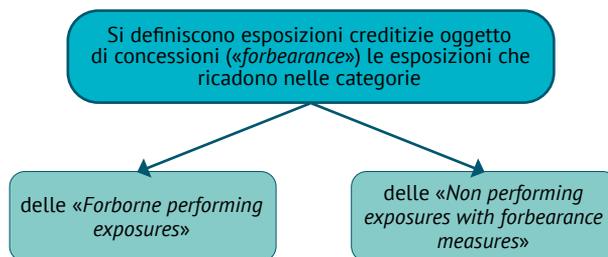
Gli NPLs *non forborne* che dovessero tornare *in bonis* continueranno ad essere segnalati come deteriorati per un periodo "di cura" di 3 mesi.



P. ANGELINI, *La nuova regolamentazione sugli NPLs e il nuovo Codice delle crisi d'impresa*, Appunti per gli interventi al convegno «Le opportunità del debitore in crisi», Mantova, 12 ottobre 2019, e al seminario «Crediti bancari deteriorati. Il compito del legislatore per un recupero tempestivo» promosso da Arel, Roma, 21 ottobre 2019

Ai fini del Regolamento di Esecuzione (UE) 2015/227 della Commissione del 9 gennaio 2015 "le esposizioni oggetto di misure di tolleranza sono contratti di debito per i quali sono state applicate misure di tolleranza. Le misure di tolleranza consistono in concessioni nei confronti di un debitore che si trova o è in procinto di trovarsi in difficoltà a rispettare i propri impegni finanziari («difficoltà finanziarie»)»^[36].

Esposizioni oggetto di concessioni (c.d. *forbearance*)



Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 - 13° aggiornamento

³⁶ Regolamento di Esecuzione (UE) 2015/227 della Commissione del 9 gennaio 2015 che modifica il Regolamento di Esecuzione (UE) n. 680/2014 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda le segnalazioni degli enti a fini di vigilanza conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio.

La definizione di «concessione» contenuta nel documento ricomprende «una delle seguenti azioni:

- a. una modifica dei termini e delle condizioni precedenti di un contratto che il debitore è considerato incapace di rispettare a causa di difficoltà finanziarie («debito problematico») che determinano un'insufficiente capacità di servizio del debito, e che non sarebbe stata concessa se il debitore non si fosse trovato in difficoltà finanziarie;
- b. il rifinanziamento totale o parziale di un contratto di debito problematico, che non sarebbe stato concesso se il debitore non si fosse trovato in difficoltà finanziarie. Una concessione può comportare una perdita per il prestatore»^[37].

Al tema delle misure di concessione, qui accennato in relazione ai riflessi previsti dal modello di *impairment* introdotto con l'IFRS 9, è dedicato un approfondimento al paragrafo 2 ... (Le misure di tolleranza) data la rilevanza e la peculiare gestione di cui necessitano le esposizioni oggetto di misure di *forbearance*.

Esposizioni oggetto di concessioni deteriorate

Non performing exposures

Singole esposizioni per cassa e impegni revocabili e irrevocabili a erogare fondi che soddisfano la definizione di "*Non-performing exposures with forbearance measures*" di cui all'Allegato V, Parte 2, paragrafo 262 degli ITS (*Implementing Technical Standards*)

Tali esposizioni rientrano, a seconda dei casi, tra le:

Sofferenze

Inadempienze probabili

Esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate

Non formano una categoria a sé stante di attività deteriorate

Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 - 13° aggiornamento - B11

³⁷ *Ibidem*

Essenziale quindi, per professionisti e imprese, conoscere e comprendere le logiche introdotte dal nuovo principio, con particolare riferimento al concetto di “significativo incremento del rischio”, nonché gli impatti sulla gestione del credito da parte degli enti finanziari.

Una gestione proattiva da parte dei prenditori della relazione con la banca, affrontando e superando insieme in un arco di un tempo congruo le criticità presenti, riduce il rischio di ulteriore innalzamento del proprio rischio di credito e del conseguente passaggio a UTP.

2.2.4 Le coperture sugli UTP e le politiche di cancellazione

Un livello di accantonamenti adeguati è richiesto dalle autorità di vigilanza per valutare correttamente gli attivi e misurare l'adeguatezza patrimoniale: se gli accantonamenti sono inadeguati ai fini prudenziali le autorità di vigilanza chiedono di innalzarne i livelli. Le *guidelines* forniscono alle banche vigilate indicazioni sul calcolo e la rappresentazione in bilancio delle perdite su crediti, tramite principi e metodologie di accantonamento per i crediti deteriorati che le banche possono applicare nel quadro dei regimi contabili in vigore. Le *guidelines* si intrecciano dunque con IFRS9 per soddisfare le aspettative di vigilanza: IFRS9 stabilisce i principi per la rilevazione delle riduzioni di valore (attività impaired), determinando accantonamenti sulla base delle perdite attese anziché su quelle sostenute.

a. Stima degli accantonamenti

Gli accantonamenti per perdite di valore sono misurati come differenza tra il valore contabile dell'attività e i flussi di cassa futuri stimati attualizzati al tasso di interesse effettivo dell'attività originaria. Occorre dunque stabilire quando calcolare accantonamenti determinati analiticamente (per specifico debitore) e quando collettivamente (a livello di portafoglio cioè insieme di attività finanziarie omogenee in termini di rischio di credito), nonché stabilire anche i metodi e i parametri per la stima degli accantonamenti per perdite in entrambi i casi. Generalmente gli Intermediari Finanziari optano per la valutazione analitica piuttosto che su base collettiva sulla base dell'esposizione nominale di un singolo credito. Il limite può essere diverso, da banca a Banca, in base alle *policy* interne

in materia di valutazione dei crediti problematici. Nelle stime analitiche i flussi di cassa futuri attesi dipendono dallo scenario considerato dalla banca (*going concern* o *gone concern*). Per le stime di tipo collettivo le banche devono raggruppare gli NPL in categorie omogenee (per rischio di credito), calcolare le perdite attese in passato per individuare la LGD, calibrare la stima di riduzione di valore in base a IFRS9.

Criteria per la stima analitica degli accantonamenti

Nel caso di valutazione analitica le banche devono rappresentare in modo veritiero e corretto la stima dei flussi di cassa futuri e le garanzie reali. Il valore recuperabile stimato dovrebbe corrispondere al valore attuale dei flussi futuri stimati attualizzato al tasso di interesse effettivo originale dell'attività finanziaria; la stima del valore recuperabile di un'esposizione dotata di garanzia riflette anche i flussi di cassa derivanti dalla liquidazione della garanzia.

Nella scelta dello scenario di riferimento (*going* o *gone concern*), poi si scelgono i metodi applicati per la determinazione dei flussi di cassa (stima dettagliata dei flussi di cassa, approccio di stato stazionario [*steady state approach*], approccio articolato in due fasi [*two-step cash-flow approach*]), la tempistica dei flussi e il tasso di interesse effettivo utilizzato per attualizzare.

Le metodologie devono essere documentate per iscritto e sono sottoposte a procedure periodiche di verifica dell'affidabilità e della coerenza delle stime analitiche durante test retrospettivi con cui si valutano l'accuratezza delle stime e le perdite effettive. Le perdite attese lungo tutta la vita della posizione sono stimate in base al valore attuale ponderato per la probabilità della differenza tra flussi di cassa contrattuali dovuti all'ente e flussi di cassa che il detentore si aspetta di ricevere.

Stima dettagliata dei flussi di cassa

I flussi possono derivare dal debitore (recupero attivo dei crediti), o dalla vendita delle garanzie, o dalla cessione dei prestiti (al prezzo di mercato realizzabile), in funzione della strategia di gestione degli NPE.

Ci possono essere due approcci generali da utilizzare:

- Scenario di continuità operativa (*going concern*), tipico per gli UTP, dove i flussi, an-

corchè non in linea con il piano originario del debito, continuano ad essere prodotti e possono utilizzarsi per rimborsare il debito stesso, e l'eventuale garanzia assume rilevanza al fine della determinazione del livello di accantonamento ma non come attore primario (escussione) nella strategia. Sono necessarie informazioni aggiornate ed attendibili sul piano aziendale e sulla capacità dello stesso di produrre adeguati flussi di cassa. informazioni che devono essere basate sul trend storico dell'azienda in crisi. Va posta la massima attenzione allo sviluppo del *business plan*: se le proiezioni ipotizzate nel piano incorporano un tasso di incremento questi va posto ad una attenta verifica. In generale *business plan* ultronei a tre anni vengono trattati, generalmente, su base rolling senza considerare eventuali ulteriori incrementi che lo stesso presenta. Un *forecast* a 36 mesi incorpora già un elevato margine di errore che deve essere considerato dalla Banca. La metodologia utilizzata può essere basata su una fase (*steady state approach*) o articolata in due fasi (*two-step cash-flow approach*).

- Scenario di volontà di uscire dalla relazione da parte dell'Intermediario ovvero di cessazione dell'attività (*gone concern*), dove la valutazione avviene su base patrimoniale e non economica. Scenario utilizzato per la valutazione delle sofferenze ed anche per alcune casistiche di UTP in cui le garanzie sono escusse a prescindere e i flussi di cassa operativi non vengono considerati.

Questo scenario si usa se:

- l'esposizione è scaduta da molto tempo (quando gli arretrati superano 18 mesi e non ci sono misure di *forbearance*);
- i flussi di cassa futuri sono esigui o negativi;
- l'esposizione è garantita in misura significativa e le garanzie sono essenziali per i flussi di cassa;
- la continuità genera un impatto rilevante e negativo sui flussi di cassa;
- i flussi di cassa futuri hanno un significativo grado di incertezza, ad esempio in caso di EBITDA negativo nei due anni precedenti, o carenze nei piani industriali degli anni passati;
- mancano informazioni insufficienti per svolgere analisi in ipotesi di continuità operativa.

Stima di flussi di cassa operativi in scenario di *going concern*

- Servono informazioni aggiornate e attendibili sui flussi di cassa e sul piano aziendale.
- Queste info dovrebbero basarsi sui bilanci storici del debitore nonché sulle proiezioni da questi prodotte. Le previsioni di crescita devono essere coerenti con la storia passata, diversamente la Banca effettuerà dei significativi *haircut* alle stesse che potrebbero anche portare a modificare lo *status* del debitore da *going a gone*. Il tasso di incremento deve basarsi su un piano di ristrutturazione solido ed affidabile, che consideri gli investimenti e i reinvestimenti necessari a preservare i flussi di cassa, e i rischi di *default* (e di *redefault*) sulla base di merito di credito atteso adeguato.
- Si includono gli importi ottenuti dal solo realizzo di garanzia finanziaria se ci sono informazioni adeguate sul merito creditizio del garante e l'efficacia giuridica della garanzia.
- Se la recuperabilità dell'esposizione deriva da dismissioni, il prezzo di vendita deve riflettere i flussi di cassa futuri stimati che possono risultare dalla cessione delle attività al netto dei costi stimati associati alla vendita.
- L'orizzonte temporale deve essere limitato all'arco temporale della proiezione affidabile (proiezioni a 5 anni sono ammesse in circostanze eccezionali).

È, in ogni caso, necessario esaminare scenari peggiori o più avversi.

Le stime sopra riportate consentono di utilizzare il metodo del “*two-step cash-flow approach*” Vengono determinati flussi di cassa esercizio per esercizio ed flusso disponibile per la Banca a rimborso dell'esposizione. Inoltre viene calcolato un terminal value che incorpora anche la stima del valore recuperabile della garanzia nel caso di cessazione dell'attività, che si calcola come valore attuale dei flussi di cassa derivanti dalla vendita della garanzia al netto dei costi transazionali.

L'approccio “*steady state*” prevede di approssimare i flussi di cassa futuri applicando multipli all'EBITDA rettificato del debitore (cioè la liquidità complessiva è pari a “*n*” volte l'EBITDA del debitore. Molto critica la fase di determinazione per il debitore dell'EBITDA rettificato. I multipli utilizzati sono generalmente quelli desunti da quelli che furono applicati nell'AQR (*Asset Quality review*).

Accantonamenti collettivi

In mancanza di coperture di tipo analitico, si utilizzano metodologie di tipo sintetico, calcolate sulla base dei flussi di cassa contrattuali stimati, delle esposizioni di gruppo e delle perdite realizzate storicamente su esposizioni con caratteristiche di rischio di credito simili a quelle del gruppo.

La predisposizione di questi accantonamenti necessita di un approccio quantitativo solido, con dati empirici robusti, allineando le stime sulla base dell'esperienza effettiva e a informazioni prospettiche ragionevoli e dimostrabili. Si utilizzano infine procedure e politiche solide per valutare la coerenza delle stime, prevedendo test retrospettivi per ogni portafoglio significativo.

- Metodologia per la stima collettiva degli accantonamenti

Occorre una certa granularità nella definizione delle omogeneità delle esposizioni selezionate in termini di rischio di credito, raggruppando sulla base di:

- Tipologia di strumento
- Termini e condizioni del prodotto
- Settore e segmento di mercato
- Costituzione di garanzie
- Localizzazione geografica
- Condizione di scaduto
- Misure di concessione applicate
- Condizione occupazionale del debitore

- Parametri considerati nella stima della collettiva

- Minimo giudizio aziendale: parametri dei modelli basati su serie storiche
- Parametri che riflettono la stratificazione delle caratteristiche creditizie di ciascun portafoglio
- Si calcolano le stime della PD e dei flussi di recupero in caso di *default*

Aspetti ulteriori relativi alla valutazione delle riduzioni di valore degli NPL

- Garanzie finanziarie e impegni ad erogare: sono voci fuori bilancio, bisogna fare previsioni affidabili dei flussi di cassa o stime dei fattori di conversione del cre-

dito. Chiaramente una volta stimata la parte utilizzata occorre calcolare il valore attuale della differenza tra i flussi contrattuali e i flussi di cassa attesi effettivi.

- Rilevazione e ripristino delle perdite da riduzione del valore: ogni ulteriore riduzione di valore da rilevare corrisponde alla differenza tra il valore contabile precedente e il valore recuperabile stimato. Il ripristino si fa quando il debitore ha rimborsato una parte maggiore del debito in essere rispetto a quanto previsto, quando ha fornito ulteriori garanzie, quando i flussi di cassa migliorano, quando uno degli eventi di perdita alla base della rettifica scompare.

Cancellazione degli NPL

La cancellazione dei crediti non recuperabili deve intervenire tempestivamente, per rafforzare i bilanci bancari e permettere agli intermediari di concentrarsi nuovamente sulla loro attività principale, che è il finanziamento dell'economia reale. I crediti ritenuti non recuperabili dovrebbero essere cancellati dal bilancio con tempestività.

Per IFRS9 il valore contabile lordo di una attività viene ridotto quando non vi è alcuna aspettativa ragionevole di recupero. La cancellazione (*derecognition*) contabile può riguardare l'attività finanziaria nel suo complesso o parte di essa, e si può fare anche se le attività finanziarie sono ancora sottoposte ad esecuzione forzata.

La cancellazione può intervenire dunque anche prima che siano terminate le azioni giudiziarie intraprese per il recupero del credito in quanto non implica rinuncia del diritto a recuperare il credito: quest'ultima è una "estinzione del debito" e non del suo solo valore contabile.

Tempestività di accantonamenti e di cancellazioni

Occorrono politiche concernenti la tempestività di accantonamenti e cancellazioni in relazione soprattutto alle esposizioni non garantite, definendo tempi massimi per la copertura completa mediante accantonamenti e la loro cancellazione → vedasi *Calendar Provisioning*.

Per le posizioni non garantite occorre un livello minimo di accantonamento (mai zero), che va determinato con prudenza ed evidenze empiriche solide; determinate coorti statistiche in particolare hanno necessità di *policy*:

- Esposizioni con prolungati ritardi di pagamento;

- Esposizioni sottoposte a procedura di insolvenza (le spese legali assorbono una parte significativa);
- Cancellazione parziale ammessa se la documentazione emerge che non può rimborsare per intero.

Procedure di accantonamento e cancellazione

Il C.d.A. della banca deve assicurare che vengano adottate, documentate e rispettate metodologie solide in materia di politiche, procedure e controlli per la valutazione e la misurazione degli accantonamenti e delle cancellazioni.

Procedure per gli accantonamenti

Le politiche sugli accantonamenti documentano i principali termini, giudizi, ipotesi, stime, basate su analisi robuste e corroborate da evidenza oggettiva, definendo chiare linee guida per tempestività degli accantonamenti in base alla tipologia di esposizione. Esse prevedono sistemi di gestione e controllo del rischio di credito, e che i giudizi degli organi aziendali, le stime le ipotesi e le *sensitivity* siano oggetto di appropriata comunicazione.

Ogni sei mesi, gli istituti devono fare un test retrospettivo delle stime di riduzione di valore rispetto alle perdite effettivamente sostenute, con una revisione periodica delle procedure stesse.

La documentazione interna alla banca relativamente agli accantonamenti dovrà documentare la *policy* per gli accantonamenti, inclusi i criteri utilizzati per individuare le analitiche, le regole di raggruppamento dei segmenti; dovranno essere fornite informazioni sui dati di *input*, sui calcoli e i risultati per tutte le categorie, insieme alle logiche sottostanti alla definizione delle ipotesi considerate nel calcolo della riduzione di valore. La documentazione includerà anche i risultati dei test di confronto tra riduzioni di valore e perdite effettive, le politiche e procedure per la definizione e il monitoraggio delle ipotesi fatte, insieme agli esiti e risultanze degli accantonamenti collettivi e all'evidenza dei fattori che impattano sui dati storici relativi alle perdite.

Procedure per le cancellazioni

Riguardo alle cancellazioni, le banche devono assicurarsi che ci siano misure interne

per evitare arbitraggi negli accantonamenti derivante dalle cancellazioni, che non vanno fatte per ridurre il GBV degli NPL o mantenere i tassi di copertura. Occorre a livello documentale argomentare e ricostruire la *policy*, inclusi indicatori usati per documentare le aspettative di recupero, con dettaglio di quelle in esecuzione forzata. Fondamentale risulterà l'uso di basi di dati informatiche profonde ed ampie in relazione alla copertura dei rischi significativi, valutando con accuratezza l'integrità, attendibilità e tempestività dei dati, la loro coerenza e tracciabilità.

2.2.5 Le valutazioni degli UTP lato acquirente

Il presente capitolo affronta 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.

Prima di esaminare gli aspetti di dettaglio relativi al processo di valutazione e alle metodologie adottate dagli operatori, si è ritenuto di descrivere brevemente il processo di identificazione delle esposizioni UTP oggetto di potenziale investimento da parte degli acquirenti nonché le tipologie di investitori presenti sul mercato.

2.2.6 Il processo di identificazione delle esposizioni UTP Target

La selezione dei crediti potenzialmente oggetto di investimento è in primo luogo condizionata dal processo attraverso il quale gli istituti di credito (che sono i principali venditori) identificano le esposizioni che dovranno essere classificate UTP. Tale processo è influenzato da una serie di variabili.

I crediti UTP possono essere adducibili a debitori che vessano in condizioni economico-finanziarie più o meno critiche, ma che non hanno raggiunto uno stadio di insolvenza irreversibile. I livelli di gravità della situazione di crisi possono essere ricompresi entro uno spettro molto ampio, delimitato da due situazioni limite:

- **limite superiore:** quando il debitore non è tecnicamente ancora insolvente (esempio: il debito scade fra “*n*” mesi), ma mancano i presupposti perché alla scadenza possa onorare i propri impegni. Normalmente si tratta di crediti UTP recenti;
- **limite inferiore:** il debitore che ha già fatto ricorso a soluzioni stragiudiziali o

giudiziali della crisi senza il successo sperato (mancato rispetto dei covenants) ma offre ancora una prospettiva di recupero di valore. Normalmente si tratta di crediti UTP con elevato *vintage*.

In quest'ottica, è necessario sottolineare la non "oggettività" del credito UTP.

Con "non oggettività" si intende che, a differenza dei criteri per la rilevazione dei pagamenti scaduti, quelli relativi alle inadempienze probabili si basano in misura minore su criteri quantitativi e definiscono invece alcuni eventi che attivano la classificazione di un'esposizione come deteriorata. Si tratta sempre di un giudizio professionale, portato avanti da esperti interni o esterni agli istituti di credito e non della mera applicazione di regole automatiche. Ciò comporta che l'identificazione dei crediti UTP non sia frutto solo di un processo oggettivo, ma anche di un giudizio soggettivo supportato da analisi specifiche.

Considerato il margine di interpretazione che uno scenario simile richiede, gli istituti di credito più evoluti dovrebbero definire criteri interni specifici per l'identificazione degli indicatori di inadempienza probabile (*unlikeliness to pay*, UTP).

Idealmente dovrebbero essere stabiliti eventi **automatici** predefiniti, ove possibile, ed eventi **manuali**. I primi dovrebbero identificare in maniera del tutto automatica l'esposizione come deteriorata. Ad esempio, si può menzionare il fallimento del debitore. Tuttavia, la maggior parte dei fattori attivatori connessi al criterio dell'inadempienza probabile necessita di valutazioni manuali periodiche basate su informazioni raccolte dai clienti non sempre complete o tempestive.

Di questi aspetti i potenziali acquirenti devono tenere conto per comprendere quali possano essere le posizioni che potrebbero essere classificate UTP e pertanto potenzialmente oggetto di cessione da parte dei creditori originari.

Nella pratica, in effetti, per un acquirente, il processo di individuazione delle posizioni UTP *target* è tipicamente destrutturato e caratterizzato dall'utilizzo di una molteplicità di fonti tra cui:

- analisi *desktop* (banche dati da cui estrarre i bilanci di aziende con caratteristiche coerenti con il proprio processo di investimento, informazioni di stampa);

- contatti con *advisor* finanziari e/o legali dei debitori interessati a trovare soluzioni che aiutino a realizzare un piano di *turnaround* delle aziende clienti;
- monitoraggio di piani attestati e/o accordi di ristrutturazione che potrebbero entrare in *default*;
- contatti con le banche interessate a cedere crediti deteriorati.

2.2.7 Le categorie di operatori specializzati nell'acquisto dei crediti UTP

I crediti UTP sono acquistati da diverse categorie di operatori specializzati che si sono affacciati nel mondo del *credit recovery*, o hanno ampliato le loro attività, principalmente per cogliere un'opportunità di mercato, vale a dire la necessità del sistema bancario di smaltire un ammontare non fisiologico di *bad loans* dai bilanci. Tali *players* agiscono con logiche differenziate, ma sempre con l'obiettivo comune di risanare le imprese in cui investono e maturare un rendimento per i propri investitori. Semplificando, si possono individuare i seguenti modelli operativi: Fondi di *Private Equity Distressed*, *Private Debt* in ambito *turnaround*, Fondi di Credito.

a. Fondi di *Private Equity Distressed*

Negli ultimi anni, si sono affacciati nel mondo UTP anche i fondi tradizionali di *private equity* interessati ad investire in un *asset class* di nicchia ma in grado di generare rendimenti interessanti. Ad oggi si tratta ancora di un segmento limitato di mercato rispetto al mondo del *private equity* nel suo complesso: infatti, nel 2020 le operazioni in Europa che rientrano nella categoria *turnaround/restructuring* rappresentano appena lo 0,4% dei volumi complessivi del settore. Tuttavia, si prevede che la crisi del *Covid-19* porterà, molto probabilmente, ad ampliare le opportunità anche per questo mercato. Questi soggetti si propongono come partner finanziari e di *equity* per il rafforzamento patrimoniale ed il rilancio di società temporaneamente in difficoltà ma con potenziale di recupero e fondamentali industriali solidi. In particolare, queste soluzioni sono particolarmente adeguate in quelle situazioni complesse, ancorché non ancora completamente deteriorate, in cui le aziende necessitano di un adeguato livello di capitalizzazione per finanziare progetti di sviluppo.

Nel valutare l'investimento, tali operatori sono solitamente interessati ad acquisire una quota rilevante del capitale in modo da ottenere direttamente il controllo della

società, permettendo al fondo di gestire efficacemente il *turnaround* aziendale, anche attraverso l'insediamento di un nuovo *management*.

Gli strumenti tradizionalmente più utilizzati da questi soggetti sono aumenti di capitale o altri strumenti di *simil-equity*; tuttavia, sempre più frequentemente questi *player* fanno il loro ingresso nel capitale sociale delle società anche partendo dall'acquisto e successiva conversione di una parte dell'indebitamento finanziario (tipicamente crediti classificati UTP), in modo da beneficiare ancor di più del risanamento della società anche grazie alla possibilità di accelerare il processo.

Oltre ai fondi di *private equity* distressed, sono presenti sul mercato *players* che si rivolgono al mondo degli investimenti distressed utilizzando lo strumento di assuntore nell'ambito di procedure giudiziali: questi soggetti, che offrono ai creditori percentuali di recupero certe e rapide rispetto alle usuali procedure di concordato (preventivo o fallimentare), operano attraverso la figura del terzo assuntore di passivo (e attivo) concordatario, generando i propri rendimenti attraverso la capacità di valorizzare gli attivi dell'impresa o dalla cessione delle società in continuità una volta ristrutturate. In aggiunta, tali operatori acquistano pro-soluto crediti problematici e/o di difficile esigibilità o in contenzioso, sia di origine bancaria-finanziaria che commerciale, van-tati verso procedure concorsuali.

Questi soggetti focalizzano i propri investimenti prevalentemente in procedure dove vi sia una forte componente real estate, e il recupero dei crediti si basi sulla valorizzazione degli *asset* sottostanti più che sul *turnaround* di società industriali.

b. Challenger Bank e Private Debt in ambito turnaround

Alla luce della difficoltà da parte del ceto bancario tradizionale di fornire nuove risorse finanziarie alle società in crisi (anche per ragioni legate all'impatto contabile sui propri requisiti patrimoniali), sono nati nel corso degli ultimi anni diversi *player* specializzati nel *Debtor in Possession Financing* e nell'erogazione di nuova finanza nell'ambito di procedure di ristrutturazione.

Questi operatori sono sia fondi di debito che offrono nuova finanza in contesti di *turnaround* nella forma di *rescue financing super-senior* all'interno di procedure concordatarie e/o 182-bis LF (i.e. finanza interinale d'urgenza, finanziamenti ponte) ovvero acquisti di crediti bancari UTP *single-name* a sconto per ottenere la maggioranza dei

crediti finanziari di una società e ridefinirne di conseguenza l'intera struttura patrimoniale. Tali soggetti hanno permesso di avere accesso a nuove risorse finanziarie a società con un merito di credito relativamente basso o deteriorato, trascurate dunque dal canale bancario tradizionale.

Tuttavia, si sta riscontrando che i rendimenti richiesti da questi *player* frequentemente risultano incompatibili con i flussi di cassa che alcune società in crisi riescono a generare: una soluzione che è stata individuata per ovviare questo problema da alcuni soggetti bancari, ad esempio, è quella di fornire nuova finanza nella forma del *factoring pro soluto*, permettendo di ridurre i tassi di interesse richiesti alle società che ricevono il finanziamento grazie allo spostamento del rischio di credito verso un soggetto terzo.

c. Fondi di Credito ad apporto

Rispetto ai modelli operativi descritti in precedenza, tali strutture di investimento innovative si pongono come partners degli istituti di credito (che cedono crediti UTP in cambio di quote del Fondo rimanendo quindi esposti ai potenziali upside di gestione) al fine di consentire una migliore gestione dei crediti deteriorati ponendo rimedio ad alcune delle principali criticità che si manifestano nei contesti di ristrutturazione finanziaria aziendale e che spesso ne impediscono l'efficace risoluzione, attraverso:

- I. una gestione unitaria di una parte consistente dell'esposizione finanziaria del debitore, con il duplice vantaggio di unicità degli obiettivi e rapidità delle decisioni, elementi cruciali in contesti di difficoltà, a vantaggio sia dei creditori che dei debitori;
- II. la messa a disposizione di nuove risorse finanziarie (raccolte presso investitori), spesso vitali per la sopravvivenza e il rilancio delle aziende in difficoltà, ma difficilmente ottenibili dai precedenti finanziatori, impossibilitati e/o quasi mai disponibili ad aumentare la propria esposizione creditizia;
- III. la creazione di un rinnovato contesto di negoziazione tra creditori e debitori, scevro da possibili eredità del passato;
- IV. strutture e modalità tecniche di ristrutturazione finanziaria più ampie e flessibili, quali ad esempio la conversione in capitale dei crediti e/o la possibilità di ricorrere a strumenti finanziari "*equity like*" la cui collocazione e gestione è più naturale in un fondo di investimento che in un istituto bancario/finanziario;

- v. la messa a disposizione di competenze, strumenti e risorse per incidere efficacemente sulla *governance* societaria.

Dal punto di vista operativo, tali fondi non si limitano ad attivare azioni e strumenti di natura legale o finanziaria ma in molti casi intervengono anche sulla struttura industriale ed organizzativa della società debitrice, avvalendosi della collaborazione di *turnaround manager* di volta in volta chiamati a gestire l'intero processo di *turnaround* nel ruolo di *Chief Restructuring Officer* o in specifiche aree dell'organizzazione aziendale (tesoreria, AFC, ecc.) che richiedono i maggiori interventi. Per agire efficacemente, tali *manager* devono essere dotati di competenze interdisciplinari: conoscenza del settore, gestione aziendale, competenze finanziarie e familiarità con le principali procedure legali per la risoluzione delle crisi aziendali.

- d. La raccolta e l'analisi delle informazioni sui crediti UTP oggetto di potenziale acquisto

L'ottica di tutte le tipologie di investitori in crediti UTP è principalmente orientata alla comprensione della capacità dell'azienda di generare flussi in futuro e della possibile valorizzazione in uscita in un arco di tempo definito, aspetti dai quali dipenderà la possibilità di generare i ritorni attesi sull'operazione.

In tal senso, di fondamentale importanza risulta la capacità dell'investitore di raccogliere quante più informazioni possibili, dall'azienda stessa o da terze parti, necessarie a colmare l'asimmetria informativa, al fine di costruire un proprio *buyer case*.

Una *best practice* affermata nel mercato, utile per "controllare" eventuali scostamenti dalle stime effettuate sul valore dei crediti UTP, è l'applicazione di adeguate *sensitivity* alternative ai "*base case*". Questo 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 e dei competitors;
- Prospettive del *business* in uno scenario "inerziale";

- Possibilità/fabbisogno di investimenti e possibile impatto sulle performance aziendali;
- Struttura finanziaria attuale e *target*, in garanzia o dismissione: presenza di *asset non core* che possono essere messi a garanzia, necessità di finanziamento del circolante e possibilità di accesso a specifiche linee (i.e. *factoring*, autoliquidante, finanziamento del magazzino, ecc.);
- Flussi di cassa operativi nell'arco di piano;
- Opzioni per l'*exit* e relative valorizzazioni (i.e. quotazione, cessione ad operatore industriale, ecc.);
- Rischio di execution del piano e relativo rendimento atteso dall'investitore;
- *Downside* scenario nel caso il piano di rilancio non abbia successo.

Occorre specificare che il prezzo offerto ai creditori è condizionato da una serie di elementi distinti, oltre che dalla tipologia di operazione. L'acquisto con pagamento cash upfront è tipicamente più basso rispetto ad un acquisto "per carta" (come avviene nei casi di cessione ad un fondo "ad apporto" come descritto in precedenza) o comunque nell'ambito di una transazione che preveda che il venditore rimanga esposto al potenziale risultato della gestione. In quest'ultimo caso, infatti, vi è un effetto positivo dato dal migliore profilo di cassa atteso, con un minore/nessun esborso upfront, e dalla mitigazione del profilo di rischio dell'investitore, in quanto tutto o parte del prezzo pagato dipende direttamente dall'effettivo successo dell'operazione.

Gli operatori specializzati attivi nel mercato dei crediti UTP, per effettuare le proprie valutazioni necessitano di un set informativo dettagliato che in linea teorica dovrebbe essere disponibile presso le banche cedenti e che dovrebbe comprendere:

1. 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.
2. 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/asserazione 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).
 3. Piani economico-finanziari recenti predisposti dal debitore e/o dai suoi *advisor*.
 4. 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.
 5. Contrattualistica sottostante ed eventuali modifiche successive (ivi inclusi gli atti di concessione delle garanzie ed eventuali atti ricognitivi).
 6. Bilanci di esercizio o consolidati, che tuttavia scontano il limite di contenere informazioni che sono "vecchie" di almeno 4 mesi. Molto utile, in aggiunta, è il *current trading* che consente di evidenziare le *performance* recenti del debitore, anche se tale informazione non è generalmente disponibile, neppure agli istituti di credito.

La disponibilità di piani economico-finanziari aggiornati predisposti dal debitore rappresenta forse l'informazione più importante per consentire all'investitore di apprezzare le prospettive dell'azienda oggetto di indagine, e dei relativi crediti e/o altri strumenti finanziari da acquisire, e quindi di applicare coerentemente le metodologie valutative descritte nei successivi paragrafi. In assenza di un *set* informativo minimo l'investitore sarà costretto ad operare con approssimazioni successive ed incorporare elementi di ulteriore prudenza (premi al rischio, *contingency* nei risultati e nei flussi, ecc.) che finiscono spesso per deprimere i prezzi a cui l'acquirente sarebbe disponibile a concludere l'operazione e distanziarsi dai valori a cui le banche sarebbero disponibili a cedere l'*asset*.

In assenza delle informazioni minime necessarie per l'applicazione delle metodologie di valutazione di seguito illustrate, l'investitore tenderà dunque ad applicare dei metodi "sintetici" (multipli di borsa, redditività e *cash conversion* di settore, rendimento

atteso, terminal value con multiplo di uscita, ecc.) o desumibili dal mercato (multipli di transazioni comparabili), con il rischio ineludibile di non valutare correttamente l'*asset* oggetto di cessione allargando ulteriormente lo *spread bid/ask*.

2.2.8 Le asimmetrie informative tra debitore, banca e investitore

In microeconomia l'asimmetria informativa rappresenta una situazione in cui un'informazione non è condivisa integralmente tra gli attori di un determinato processo economico: di conseguenza, una controparte dispone di maggiori informazioni rispetto al resto dei partecipanti e può trarre un vantaggio da questa configurazione. In questi casi, l'efficienza delle allocazioni di mercato non è garantita.

L'informazione asimmetrica è anche spesso una diretta conseguenza del costo dell'informazione: accade che una controparte del mercato, per valutare il tipo o la qualità di un prodotto, debba esprimere congetture basate sul comportamento osservabile della controparte, oppure possono verificarsi situazioni nelle quali una parte non può osservare le azioni dell'altra. Dunque, si è rispettivamente in presenza di due diverse forme di asimmetria informativa, meglio note come selezione avversa ed azzardo morale. La selezione avversa è una situazione in cui una variazione delle condizioni di un contratto provoca una selezione nella platea dei contraenti che risulta sfavorevole per la parte che ha modificato le condizioni a proprio vantaggio. L'azzardo morale, invece, identifica l'opportunità post-contrattuale, ovvero la tendenza a perseguire i propri interessi a spese della controparte, confidando nell'impossibilità, per quest'ultima, di verificare la presenza di dolo o negligenza.

Similarmente a quanto accade nella maggior parte delle transazioni economiche, anche nella compravendita di crediti deteriorati (NLP ed UTP) la presenza ineludibile di un'asimmetria informativa tra il debitore, la banca cedente e l'investitore, dovuta alla carenza di dati affidabili e documenti relativi al credito deteriorato e le connesse garanzie, può creare degli ostacoli alla formazione di un mercato sviluppato e alla conseguente realizzazione di un'efficiente allocazione delle risorse. La presenza di informazioni nascoste o non condivise genera una selezione avversa degli *assets* deteriorati oggetto di potenziale investimento, escludendo dagli scambi alcuni potenziali acquirenti poiché non vi sono

le condizioni per poter effettuare valutazioni attendibili. In tale contesto, non tutti i potenziali acquirenti sono in grado di apprezzare correttamente il profilo di rischiosità dei portafogli in cessione e la formazione del prezzo offre maggiori possibilità di scambio sui portafogli più rischiosi. Di contro, le valutazioni effettuate dagli investitori che non possiedono tutte le informazioni necessarie possono condurre a dei prezzi inadeguati per taluni *originator* che presentano portafogli di migliore qualità.

Altro elemento che alimenta il *gap* di prezzo (*spread bid/ask*) che si registra nel mercato degli NPEs è riconducibile alle differenti metodologie con cui vengono valutati gli *asset* oggetto di cessione. Nei casi di acquisto di crediti deteriorati per cassa, il potenziale acquirente valuta il profilo economico-finanziario e la redditività attesa dell'operazione, anche tenuto conto dei potenziali rischi associati. Per contro, le valutazioni effettuate dalla banca cedente sono maggiormente correlate con i valori contabili a cui tali *assets* sono iscritti in bilancio ed i relativi livelli di accantonamento, i quali rappresentano un costo per le banche poiché sono riserve che assorbono patrimonio. Di conseguenza, le banche possono essere disincentivate ad effettuare accantonamenti rilevanti, influenzando il prezzo a cui sono disponibili a cedere un'attività finanziaria. In Italia il mercato dei NPL ha svolto, fino a pochi anni fa, un ruolo relativamente marginale, anche per l'elevato bid-ask spread. In particolare, le valutazioni degli investitori sono state per un periodo prolungato molto basse anche a causa delle asimmetrie informative sui tempi di recupero tra chi detiene il credito deteriorato (la banca) ed il potenziale acquirente (che tende ad essere prudente), e la mancanza di informazioni relativamente standardizzate, e possibilmente aggiornate, sui debitori ceduti.

Analoghe considerazioni possono essere effettuate con riferimento al mercato dei crediti UTP dove, per la corretta valutazione degli *assets* oggetto di compravendita, è ancora più importante disporre di un set informativo completo e più aggiornato possibile, in quanto la strategia di gestione e recupero che l'investitore pone in essere è generalmente improntata alla salvaguardia della continuità aziendale dell'impresa attraverso interventi di *turnaround* finanziario e/o industriale. Nel caso degli NPL, invece, le valutazioni degli investitori avvengono solitamente secondo un approccio "di portafoglio", incorporando altresì degli elementi statistici e maggiormente standardizzati.

2.2.9 Il valore intrinseco del credito ed il suo valore di mercato

Prima di procedere con la descrizione dei metodi di valutazione tipicamente utilizzati per determinare il prezzo di acquisto di un credito UTP è importante considerare brevemente le differenze fra valore intrinseco di un credito e valore di mercato.

Il valore intrinseco dei crediti UTP non coincide normalmente con il loro valore di mercato. Il valore di mercato per qualsiasi *asset* è definito dai **PIV (Principi Italiani di Valutazione)** come (1.6.3.): *“Il valore di mercato di un’attività reale o finanziaria (o di un’entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)”*. Risulta evidente come il valore di mercato rifletta il massimo e migliore uso dell’attività: *“Il valore di mercato riflette il massimo e migliore uso dell’attività. Il massimo e miglior uso può essere l’uso corrente dell’attività o un uso alternativo. Ciò in quanto i partecipanti al mercato considererebbero il massimo e miglior uso dell’attività a prescindere dalle attuali condizioni d’uso dell’attività stessa. Nell’adottare la prospettiva dei partecipanti al mercato, nel caso in cui l’uso corrente dell’attività non sia il massimo e miglior uso è necessario considerare che il prezzo rifletterebbe anche i costi di conversione d’uso dell’attività. Il valore di mercato deve riflettere le aspettative correnti dei partecipanti al mercato in merito al massimo e miglior uso, piuttosto che ipotetiche aspettative (di riconversione d’uso) che non si può dimostrare esistano alla data di riferimento della valutazione”*. Nel caso in cui la valutazione si fondi sulla prospettiva di una politica di gestione passiva del credito, assumendo dunque l’attivo del debitore nelle sue condizioni correnti, e se, allo stesso tempo, una gestione attiva fosse in grado di garantire un *highest and best use* all’attivo del debitore, il valore di mercato differirebbe necessariamente dal suo valore intrinseco. Il valore intrinseco di un credito non è altro che una stima del suo valore *“as is”*. La sua quantificazione, tuttavia, non è facile. Infatti, la definizione del valore di un credito dipende da una moltitudine di variabili che influenzano, più o meno direttamente, le stime effettuate dai soggetti incaricati della valutazione. Di seguito, una volta definito il concetto di rischio intrinseco, si provvederà a fornire esempi di alcune variabili che vanno ad impattare sulla valutazione dei crediti.

2.2.10 Definizione di rischio intrinseco

Il rischio intrinseco deriva dalla natura della transazione, o operazione commerciale, senza considerare l'implementazione di controlli interni per mitigare il rischio.

Il rischio intrinseco è considerato un rischio "puro", ovvero il livello naturale di rischio inerente a un processo o attività aziendale senza considerare l'adozione di processi o sistemi di controllo e/o di mitigazione da parte di chi si appresta ad effettuare la transazione (nel caso in esame l'acquirente di crediti UTP).

Vi sono diversi fattori che possono determinare il livello di rischio intrinseco. Ad esempio, il modo in cui un'azienda conduce le sue operazioni quotidiane. Un'azienda che non riesce ad adattarsi al contesto di mercato in rapida evoluzione, infatti, potrebbe aumentare il livello di rischio intrinseco; oppure il modo in cui un'azienda registra transazioni e attività complesse o registra molte operazioni tra entità correlate.

I crediti UTP (*single name*) presentano un elevato rischio intrinseco dovuto all'incertezza che accompagna i tempi, le modalità, le forme di recupero del credito ed alla volatilità delle attività sottostanti (attività a garanzia o *enterprise value* dell'azienda in continuità). Inoltre, i crediti UTP (*single name*) presentano un'elevata complessità valutativa dovuta a due principali circostanze: (I) la base informativa spesso limitata e (II) l'esigenza di considerare diversi possibili scenari, percorribili solo a condizione di raggiungere un livello di consenso adeguato fra portatori di interessi diversi (creditori con diversi gradi di privilegio e rischi di degrado, azionisti con diversa esposizione a garanzie personali, nuovi investitori, ecc.). L'*highest and best use* di un credito UTP (*single name*) è funzione, tra l'altro: (I) del valore che una gestione attiva può aggiungere ad una gestione passiva che può essere svolta dalla banca; (II) e del valore *leakage* che il creditore può farsi riconoscere in virtù della possibilità di ostacolare una gestione attiva del credito (tipicamente i creditori chirografi che possono avanzare richieste di rimborso in misura pari almeno alla percentuale minima garantita da un concordato liquidatorio in casi di soluzioni stragiudiziali della crisi).

2.2.11 La gestione del credito UTP (attiva o passiva)

Gli acquirenti di UTP possono adottare politiche di gestione dei crediti molto diverse, in relazione alle loro caratteristiche e alle motivazioni che spingono le banche a cedere ad una particolare tipologia di operatore. Le politiche di gestione dei crediti UTP (*sin-*

gle name) da parte dei partecipanti al mercato possono essere dunque ricondotte a tre principali categorie:

- attive;
- pro-attive;
- passive.

Le politiche di gestione attive consistono normalmente nell'aggregare crediti di uno stesso debitore in misura tale da poter esercitare una forte moral suasion nei confronti del debitore stesso e favorire comportamenti e decisioni allineati agli interessi dei creditori (inclusa l'implementazione di strategie "*judicial*").

Le politiche di gestione pro-attive consistono nell'assunzione di un ruolo nella *governance* del debitore nelle fasi di negoziazione degli accordi e di realizzazione del *turnaround*. L'attività si realizza spesso anche attraverso l'iniezione di nuovo capitale sulla base del presupposto che una delle cause della crisi sia il *mismanagement* e che il debitore goda di ottime opportunità di recupero (i.e. implementazione di strategie *sub-performing* e liquidazioni consensuali).

La possibilità di adottare una gestione attiva del credito è funzione di molte diverse variabili che agiscono in maniera contrapposta, fra cui: da un lato, la massa di crediti detenuta rispetto al totale dell'esposizione complessiva del debitore ed il grado di seniority dei crediti, e dall'altro, l'azione di disturbo che altri creditori possono realizzare. Infatti:

> maggiore è la massa dei crediti detenuti dal singolo creditore (*SoW - Share of Wallet*) maggiore è l'influenza che il creditore può esercitare nei confronti del debitore o maggiore è la probabilità che il creditore possa assumere un interesse nell'*equity* della società. Per questa ragione il prezzo che un creditore con una elevata *SoW* può riconoscere ad un credito UTP (*single name*) può essere più elevato del valore intrinseco /di mercato del credito medesimo;

> inoltre, maggiore è la distanza fra la valutazione dell'attivo del debitore nella prospettiva *going concern* rispetto alla prospettiva *gone concern*, maggiore è il potere (e quindi il valore) di disturbo (da riconoscere) ai creditori.

La gestione attiva può aggiungere significativo valore al credito rispetto alla gestione passiva, quando ricorrono particolari condizioni. Il valore che la gestione attiva del credito è in grado di aggiungere è diverso in relazione all'ipotesi in cui il credito sia

garantito da attività dotate di un mercato attivo (immobili, navi, aerei, ecc.) o meno. Si distingue al riguardo fra crediti UTP *asset based* e crediti UTP *cash flow based*.

La gestione attiva di crediti UTP *asset based* può aggiungere valore laddove il valore netto ricavabile da una liquidazione forzata dell'azienda risulterebbe significativamente inferiore rispetto al valore netto ricavabile da una liquidazione ordinata consensuale e dunque la gestione attiva può adoperarsi per realizzare questo risultato.

La gestione attiva di crediti UTP *cash flow based* può aggiungere valore laddove il valore dell'impresa riorganizzata e risanata risulti significativamente superiore al valore dell'impresa in liquidazione e dunque la gestione attiva può adoperarsi per realizzare questo risultato.

La stima del valore che la gestione attiva può aggiungere ai crediti UTP (il delta di valore rispetto alla situazione corrente o rispetto alla situazione di liquidazione forzata) necessita di alcuni *reference point* in termini di valore dell'attività a garanzia o dell'attivo d'impresa (c.d. *enterprise value*).

Si tratta di:

a) attività a garanzia:

- > valore di mercato in una liquidazione ordinata dopo un adeguato periodo di commercializzazione (*Open Market Value* = OMV)
- > valore di mercato in una liquidazione accelerata, con rinuncia ad un adeguato periodo di commercializzazione (*Quick Sale Value* = QSV);
- > valore di liquidazione forzata (= *Judicial Market Value*)

b) *entreprise value*:

- > valore di mercato dell'impresa nelle condizioni correnti (*ante* ristrutturazione: prospettiva inerziale);
- > valore a termine dell'impresa riorganizzata (*reorganization value* o *exit value* M&A);
- > valore corrente dell'impresa nella prospettiva della riorganizzazione;
- > valore di liquidazione forzata dell'impresa in funzionamento;

c) attività a garanzia e *enterprise value*

- > valore di avviamento che l'impresa in funzionamento è in grado di generare rispetto al valore delle attività in una liquidazione ordinata (ottenuto anche per confronto fra valore d'uso dell'impresa e valore di scambio delle sue attività).

I valori devono essere espressi al netto:

- a) dei tempi di realizzazione;
- b) dei costi di realizzazione;
- c) dei rischi di realizzazione.

Anche quando vi fosse consenso sui valori "lordi", potrebbe non esserci consenso sulle stime dei tempi, dei costi e dei rischi di realizzazione. Valori lordi più elevati, possono tradursi in valori netti più contenuti quando si considerino i costi, i tempi ed i rischi delle diverse soluzioni possibili. La conseguenza è un'ulteriore fonte di incertezza nella stima del valore di mercato di crediti UTP.

La circostanza che la stima dei valori sia soggettiva reca il rischio che soluzioni stragiudiziali possano non venire accettate perché i creditori con privilegio non ritengono realistica la stima del valore ricavabile dalle attività a garanzia e quindi non ritengono probabile il degrado implicito nella stima di valori troppo contenuti. Questa è la ragione per cui può accadere che vengano rifiutate soluzioni stragiudiziali che alla luce dell'esito delle conseguenti soluzioni giudiziali sarebbero state convenienti se si fossero considerati i tempi e costi delle soluzioni giudiziali stesse.

Le politiche di gestione passive assumono due diverse forme (liquidatoria, quando si ritiene che non vi sia valore di avviamento da preservare o di passive trading, che consiste nell'attendere che si manifestino condizioni di mercato migliori nella consapevolezza che vi sia valore di avviamento da preservare). Le politiche di gestione attendiste sono in grado di generare valore nei limiti in cui gli acquirenti abbiano la necessità di dismettere rapidamente il proprio portafoglio UTP o non abbiano i tempi e le competenze necessarie per gestirlo internamente.

2.3 CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

2.3.1 Metodi di valutazione UTP premesse ed introduzione

In ottica di metodi di valutazione di crediti UTP, occorre precisare che questi hanno l'obiettivo di determinare il "valore di presumibile realizzo", calcolato attraverso il valore attuale dei flussi di cassa futuri stimati e destinati al soddisfacimento degli stessi crediti. Al riguardo, si evidenzia che le valutazioni eseguite dagli investitori per la verifica delle condizioni di persistenza della continuità aziendale (*going-concern*) o della probabilità di un aggravamento dello stato di crisi (*gone-concern*) della società oggetto di valutazione, sono simili a quelle effettuate dalle banche in sede di stima degli accantonamenti analitici (paragrafo 4.1.6 Le coperture sugli UTP e le politiche di cancellazione).

In particolare, l'Investitore:

- svolge un esame approfondito della situazione finanziaria della società oggetto di valutazione, dei flussi di cassa disponibili, degli indicatori finanziari, dei piani aziendali, delle previsioni e di ogni altra informazione e documentazione utile;
 - analizza le informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie previsionali disponibili con l'obiettivo di sviluppare almeno uno o più scenari;
 - verifica le condizioni di persistenza della continuità aziendale (*going-concern*) o la probabilità di un aggravamento dello stato di crisi (*gone-concern*) della società oggetto di valutazione in ognuno degli scenari elaborati e procede alla stima dei flussi di cassa futuri nei due scenari:
- nel caso di *going-concern*: procede (I) alla stima dei flussi di cassa futuri realisticamente derivati dalla continuità aziendale sulla base di un *business plan* di durata coerente con i crediti e/o gli attivi in portafoglio oggetto di valutazione e con l'orizzonte temporale dell'investimento, (II) al calcolo *Enterprise Value* mediante l'applicazione del metodo DCF (*Discounted Cash Flow*) ovvero del massimo valore sostenibile del debito attraverso l'applicazione del *Metodo AQR (Asset Quality Review)* e (III) alla determinazione del valore attuale recuperabile dei crediti detenuti, considerando eventuali *surplus asset/excess liabilities* nonché eventuali debiti di maggiore *seniority* (incluso cosiddetti "*debt like items*");

- nel caso di *gone-concern*: procede 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, confronta 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;
- determina in tal modo il valore recuperabile dei crediti e l'eventuale differenza rispetto al valore contabile lordo (GBV); tale differenza rappresenta lo sconto richiesto sul GVB.

2.3.2 La valutazione negli scenari *going concern* e *gone concern*

La stima del valore di presumibile realizzo di un credito UTP, di solito, viene effettuata adottando due prospettive alternative (*going concern* – ovvero di **continuità della gestione** – e *gone concern* – ovvero di **interruzione dell'attività e di liquidazione**).

Il valore nella prospettiva *going concern* è stimato, come illustrato in precedenza, applicando due metodologie alternative (anche in funzione della tipologia di creditore “attivo” o “passivo”) che consistono nel metodo del DCF (tendenzialmente in caso di gestione attiva) o dell'AQR (gestione passiva). Il valore nella prospettiva *gone concern* è normalmente fondato su valori di più perizie (più o meno aggiornate) sulle attività oggetto di liquidazione alle quali sono applicati *haircut* (percentuali forfetarie di abbattimento) per considerare i costi di liquidazione e gli sconti in ipotesi di vendita forzata. L'allocazione del valore dell'attivo ai diversi strumenti di debito deve poi tenere conto della gerarchia dei privilegi garantita dalla legge.

2.3.3 Metodi valutativi (DCF e AQR), con appendice metodologica

Metodo DCF

Il *Discounted Cash Flow* determina l'*Enterprise Value* di un'azienda tramite la stima dei flussi di cassa futuri generati dalla stessa (flussi di cassa operativi o “FCFO”) attualizzati in funzione dell'arco temporale esplicito in cui si ipotizza saranno conseguiti in ipotesi di continuità aziendale.

In particolare, secondo tale approccio, il valore dell'attività è desunto (I) dalla stima dei flussi di cassa prodotti nel periodo temporale esplicito (3 o 5 anni, ovvero un periodo più esteso in funzione dello specifico *business* in cui operano le società i cui crediti sono oggetto di acquisizione) e (II) dalla stima del valore terminale.

Il valore terminale è stimato applicando un tasso di crescita g al flusso di cassa sostenibile alla fine del periodo di proiezione esplicita, o, in alternativa ipotizzando una situazione di gone concern e, pertanto, assumendo il valore di liquidazione 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 – imposte figurative + ammortamenti + Δ Capitale Circolante Netto + 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.

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.

Di seguito, si propone un esempio pratico di metodologia valutativa attraverso il metodo DCF:

FLUSSI DI CASSA (€'MGL)	"ANNO 1 PIANO"	"ANNO 2 PIANO"	"ANNO 3 PIANO"	"ANNO 4 PIANO"	"ANNO 5 PIANO"	FLUSSO TERMINALE
EBIT	100	200	300	400	500	500
Tasse su EBIT	(24)	(48)	(72)	(96)	(120)	(120)
NOPAT	76	152	228	304	380	380
Ammortamenti	50	50	50	50	50	50
Δ CCN	(30)	(20)	(10)	(40)	-	-
Δ Altre att. operative nette	70	70	70	70	70	70
Dismissioni (CapEx)	200	200	(200)	(200)	200	-
FCFF	366	452	138	184	700	500

DCF						
Periodi	1	2	3	4	5	5
WACC 8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
FCFF	366	452	138	184	700	500
FCFF attualizzati	339	388	110	135	476	
TV						7.143
TV attualizzato						4.861
EV Core DCF	6.309					

Parametri DCF

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) e capitale investito (D+E) e debito (D) e capitale investito (D+E) di un'ipotetica struttura finanziaria obiettivo della società oggetto di valutazione, sostenibile nel lungo periodo.

In formula:

$$WACC = Ke * \frac{E}{(D + E)} + Kd * (1 - t) * \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

WACC = Costo medio ponderato del capitale.

Ke = Costo del capitale proprio.

$E / (D+E)$ = Incidenza del capitale proprio sul capitale investito complessivo in un'ipotetica struttura finanziaria obiettivo dell'entità oggetto di valutazione.

$D / (D+E)$ = Incidenza del capitale di debito sul capitale investito complessivo in un'ipotetica struttura finanziaria obiettivo dell'entità oggetto di valutazione

Kd = costo medio del capitale di debito.

t = aliquota fiscale delle imposte sui redditi pari al 24% per tutte le società oggetto di valutazione.

Ove ritenuto opportuno, anche in relazione ai possibili riflessi sulle valutazioni di aspetti specifici quali ad esempio i profili di concentrazione/*share of wallet* degli investimenti e/o particolari elementi di *governance*, si possono considerare eventuali premi al rischio prudenziali per tener conto di eventuali ridotte dimensioni (cd. *Small size effect*) e/o profili di liquidità differenziali (cd. *liquidity discount*) delle entità oggetto di valutazione. Per la stima del costo del capitale di rischio Ke, la prassi valutativa consolidata adotta il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, che si basa sulla seguente formula:

$$Ke = rf + \beta_l * (R_m - rf)$$

dove:

Ke = Costo del capitale proprio.

rf = Tasso di rendimento di investimenti privi di rischio.

β_l = Stima del coefficiente di correlazione tra il rendimento di un'attività ed il rendimento del mercato di riferimento.

$(R_m - rf)$ = Premio richiesto dal mercato per l'investimento in attività rischiose (*Market Risk Premium* o *MRP*).

Nell'applicazione del CAPM, tali parametri saranno calcolati come di seguito:

rf: tasso *risk free rate*, è posto pari alla media di un periodo ragionevole dei rendimenti di titoli di Stato a scadenza decennale di paesi dell'area Euro con il più elevato *rating* disponibile;

βl: *beta levered*, stimato a partire dal beta medio *unlevered* osservato su un campione di società comparabili e aggiustato sulla base del rapporto debiti/mezzi propri obiettivo della società oggetto di valutazione e dell'aliquota fiscale a cui è sottoposta;

MRP: inteso come maggior rendimento atteso dal mercato azionario rispetto ad un investimento in titoli di debito privi di rischio;

Il Kd è assunto pari al costo del debito di medio-lungo termine sulla base delle condizioni di mercato al momento della valutazione.

Il tasso di crescita *g* di lungo termine, inteso quale saggio di crescita in ipotesi "steady state", è assunto pari alla variazione attesa dei prezzi di lungo periodo.

Da ultimo, si evidenzia che il tasso di attualizzazione varia a seconda del settore di appartenenza della società i cui crediti sono oggetto di possibile acquisizione.

Metodo AQR

Il metodo *Asset Quality Review* determina il massimo valore di debito sostenibile dagli *asset* della società oggetto di valutazione attualizzando i flussi di cassa che ci si attende saranno generati in futuro dalla stessa.

Di seguito, si propone un esempio pratico di metodologia valutativa attraverso il metodo AQR:

FLUSSI DI CASSA (€'MGL)	"ANNO 1 PIANO"	"ANNO 2 PIANO"	"ANNO 3 PIANO"	"ANNO 4 PIANO"	"ANNO 5 PIANO"	FLUSSO TERMINALE
EBIT	100	200	300	400	500	500
Tasse su EBIT	(24)	(48)	(72)	(96)	(120)	(120)
NOPAT	76	152	228	304	380	380
Ammortamenti	50	50	50	50	50	50
Δ CCN	(30)	(20)	(10)	(40)	-	-
Δ Altre att. operative nette	70	70	70	70	70	70
Dismissioni (CapEx)	200	200	(200)	(200)	200	-
FCFF	366	452	138	184	700	500

AQR						
Periodi	1	2	3	4	5	5
EIR 3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
FCFF	366	452	138	184	700	500
FCFF attualizzati	355	426	126	163	604	
TV	6,0x					3.000
TV attualizzato						2.588
EV Core AQR	4.263					

Più in particolare, il metodo dell'AQR assume che il valore attuale attribuibile ai debiti finanziari netti della società oggetto di valutazione sia pari al valore massimo del debito sostenibile nel medio periodo dalla stessa. Per la stima di tale valore possono essere adottati due approcci: lo *steady state approach* o il *two-step cash-flow approach*.

Approccio *steady state*

Nell'approccio *steady state*, la cui applicazione è limitata esclusivamente ai casi in cui non si disponga di alcun tipo di previsione esplicita circa il possibile sviluppo delle attività della società *target*, il massimo valore attuale dei debiti finanziari della società oggetto di valutazione è ottenuto moltiplicando il flusso di cassa sostenibile nel tempo (CFs) in ipotesi di continuità aziendale (*steady-state*) per un multiplo (M):

In formula:

$$PV = CF_s * M$$

dove:

PV = Ammontare massimo sostenibile del debito finanziario.

CFs = Flusso di cassa sostenibile nel tempo.

M = Multiplo *steady state*.

Approccio two-step cash-flow

Nell'approccio *two-step*, il valore del debito sostenibile è derivato in due passaggi: I) stima dei flussi di cassa prodotti in un adeguato periodo temporale in ogni caso non inferiore a 3 o 5 anni (ovvero un periodo più esteso in funzione dello specifico *business* in cui opera la società oggetto di valutazione) e II) stima del *Terminal Value*.

Il *Terminal Value* è stimato applicando il multiplo M – come descritto nell'approccio *steady state* – alla stima del flusso di cassa sostenibile alla fine del periodo di proiezione esplicita, o, in alternativa ipotizzando una situazione di *gone-concern* e, pertanto, assumendo il valore di liquidazione della società.

I flussi relativi al periodo esplicito e il valore terminale sono attualizzati al tasso di interesse effettivo originale delle attività finanziarie sottostanti ("EIR"), equivalenti, nel caso di valutazione aziendale, al tasso medio di onerosità del debito finanziario.

In formula:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + EIR)^t} + \frac{TV}{(1 + EIR)^n}$$

$$TV = CF_{sn} * M$$

dove:

PV = Ammontare massimo sostenibile del debito finanziario.

CF_t = Flusso di cassa dell'anno "t".

n = Orizzonte temporale di previsione esplicita espresso in anni.

EIR = Tasso medio di onerosità del debito finanziario.

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

CF_{sn} = Flusso di cassa sostenibile nel tempo stimato all'anno "n".

- e) L'applicazione dei criteri di valutazione in funzione della tipologia di transazione e/o della modalità di gestione

La scelta ed applicazione delle metodologie di valutazione dei crediti UTP è funzione, come già anticipato, sia della tipologia di transazione che della modalità di gestione dei crediti da parte dell'investitore, anche alla luce del contesto generale in cui la cessione di tali *assets* si inserisce.

Relativamente al primo aspetto, nel corso degli ultimi anni si sono consolidate sul mercato nuove tipologie di transazioni, aggiuntive rispetto alle consuete operazioni di cessioni per cassa, che consentono di acquisire *assets* deteriorati non con un pagamento in denaro ma attraverso l'attribuzione di quote rappresentative del patrimonio di strumenti mobiliari chiusi istituiti per la gestione di operazioni di *turnaround* (c.d. "pagamento in carta"). Ci si riferisce in particolare modo alle recenti esperienze dei fondi di *turnaround* "ad apporto", tra cui quello istituito da *illimty* SGR denominato "*illimity Credit & Corporate Turnaround Fund*", che mirano a porre rimedio ad alcune delle principali criticità che si manifestano nei contesti di ristrutturazione finanziaria aziendale e che spesso ne impediscono l'efficace risoluzione, esponendo al tempo stesso i propri sottoscrittori ai benefici legati ai potenziali upside che derivano da una gestione attiva, professionale ed efficace del credito.

Nei casi di acquisto di crediti UTP per cassa, nella valutazione e formazione del prezzo i potenziali acquirenti valutano il profilo economico – finanziario dell'operazione che, come un qualsiasi progetto d'investimento, si fonda sul principio base dei ritorni attesi, che sono funzione crescente del rischio legato all'investimento. Le valutazioni tengono quindi in considerazione la profittabilità (al netto dei costi) degli *assets*, scontata ad un tasso che riflette il rischio dell'operazione, il costo del *funding* dell'investimento oltre alla redditività richiesta.

Di contro, nelle operazioni di acquisto "per carta" l'investitore ed il cedente tendono a condividere i rischi e benefici delle operazioni di *turnaround* relative ai crediti UTP oggetto di cessione al fondo e, non essendovi un pagamento per cassa, i tassi di attua-

lizzazione utilizzati sono coerenti con un profilo di rischio strutturalmente inferiore, consentendo il riconoscimento di valorizzazioni in linea di principio più elevate.

È sempre utile ricordare che l'applicazione delle metodologie di valutazione non porta necessariamente all'identificazione di un prezzo di cessione, sia per cassa che per carta, poiché quest'ultimo è generalmente oggetto di negoziazione tra le controparti. Le metodologie sono utili a fornire un valore oltre il quale una transazione non risulterebbe conveniente dal punto di vista economico-finanziario.

Per quanto attiene alle modalità di gestione, invece, vi sono degli elementi che possono influenzare ed orientare la scelta di una determinata metodologia valutativa piuttosto che un'altra, tra cui:

1. la concentrazione e la gestione unitaria di una parte significativa del debito nei confronti di un'impresa. Elevate share of wallet dell'indebitamento complessivo garantiscono solitamente un migliore e più rapido svolgimento dei progetti di ristrutturazione e la possibilità di esercitare un potere di *governance* efficace.
2. la possibilità per l'investitore in posizioni UTP di stringere accordi con l'imprenditore (o eventualmente forzarli) che diano la possibilità di avere accesso all'*equity* dell'azienda, sia attraverso la conversione, totale o parziale, dei crediti in capitale sia tramite possibili sottoscrizioni di aumenti di capitale riservati e/o la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi.

L'accesso all'*equity* dell'azienda oggetto di ristrutturazione consente all'investitore di poter esercitare un potere di *governance* efficace e beneficiare di un M&A upside con impatti positivi sui ritorni complessivi dell'operazione.

3. la presenza di strumenti giuridici più o meno favorevoli al creditore per la composizione della crisi, con la possibilità per quest'ultimo di incidere direttamente sulle scelte delle soluzioni più idonee al risanamento dell'impresa ed alla miglior *recovery* dei crediti. Ad esempio, nel caso di attivazione di una procedura di concordato preventivo, la possibilità per il creditore di svolgere un ruolo attivo risulta normalmente ridimensionata rispetto ad altri strumenti (Piani di risanamento attestati *ex art. 67 LF* o Accordi di ristrutturazione *ex art. 182-bis LF*) ad eccezione dei casi in cui il piano di concordato venga definito di comune

accordo fra debitore e creditore o che il creditore presenti una proposta concorrente.

Con riferimento ai due metodi analitici di valutazione precedentemente descritti (DCF e AQR), la possibilità di aver accesso ad una percentuale rilevante dell'indebitamento (ovvero influenzare il tavolo negoziale), uniti agli obiettivi ed alla value proposition di un investitore in crediti UTP quale un fondo di *turnaround* ad apporto, fanno sì che il DCF sia il modello di riferimento per la valutazione dei crediti in quanto consente di cogliere in maniera completa tutti gli elementi di valore effettivamente attivabili al fine di massimizzare il recupero dei crediti e la valorizzazione degli stessi.

Il metodo AQR, invece, assume rilievo solo in specifiche circostanze in quanto tale metodologia è in grado di cogliere solo parzialmente gli elementi di valore aziendali (esprimendo il valore massimo del debito sostenibile) ed acquisisce importanza in quelle circostanze in cui le posizioni di credito e le circostanze oggettive del processo di ristrutturazione dell'azienda riducono le potenziali leve di azione differenziali attivabili dall'investitore e portano a ritenere maggiormente rappresentativa la mera prospettiva di "recupero del credito" in quanto tale (prospettiva che per gli investitori attivi in crediti UTP è del tutto residuale).

3 IL RUOLO DEL DOTTORE COMMERCIALISTA NELLA GESTIONE DEI CREDITI UTP

A cura di LUCA ANNIBALETTI^[38], ROBERTO CIAMBRONE^[39], FEDERICO COSTA^[40], STEFANO FOCACCIA^[41], MARCO LEONE^[42], GIANNICOLA ROCCA^[43], LUCIANO TARANTINO^[44]

Attraverso la disamina espressa nei capitoli precedenti non vi è dubbio che un ruolo cardine in tale contesto sia quello svolto dal Commercialista, laddove la prevenzione della possibile classificazione in *default* nel rapporto con le Banche e gli altri intermediari finanziari diventa un tratto essenziale del rapporto con la PMI. Un presidio significativo al fine di prevenire e salvaguardare il valore aziendale ma soprattutto mitigare l'impatto sociale di una crisi come causa dei crediti deteriorati. Come più volte espresso dal CNDCEC, il Commercialista deve svolgere un ruolo sempre più attivo nell'affian-

³⁸ Dottore Commercialista, Revisore Legale e Componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanoamento d'Impresa di Odcec Milano, da giugno 2021 coordinatore della struttura per le crisi di impresa del ministero dello sviluppo economico. ha maturato un'esperienza trentennale nel settore della finanza e della ristrutturazione del debito, prima presso le big four, quindi come professionista indipendente con cariche di consigliere di amministrazione, cro, observer, commissario liquidatore ovvero incarichi di asseveratore.

³⁹ Consulente d'azienda nella gestione della crisi di impresa, Componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanoamento d'Impresa Odcec Milano e del Gruppo di lavoro sugli UTP e "Rapporti con gli investitori nel capitale di rischio e di credito". Ha partecipato ad importanti casi di risanamento anche assumendo ruoli da amministratore indipendente e da cro.

⁴⁰ Partner responsabile della *practice "restructuring and turnaround"* in Tim Management, società di consulenza e temporary management, Dottore commercialista e Componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanoamento d'Impresa Odcec Milano, in precedenza ha maturato esperienza in Mediobanca nella ristrutturazione del debito di grandi aziende in crisi e come *manager* in azienda, anche in situazioni di *turnaround*.

⁴¹ *Managing Director* di Prelios UTP, da oltre 10 anni si occupa di gestione della crisi d'impresa e di NPE. Ha ricoperto diversi ruoli in tale ambito e in particolare ha lavorato nel *team restructuring* di EY, assistendo numerose aziende nella ristrutturazione e negoziazione di accordi di ristrutturazione e in operazioni di Distressed M&A. Successivamente è passato alla gestione di portafogli UTP lato banca, divenendo responsabile del *team special situations* Nord Italia di Bnl Bnp Paribas. Nel 2016 ha contribuito all'avvio del fondo di *private equity quattror*, specializzato in investimenti nelle cosiddette *special situations*, in cui è rimasto come socio fino a gennaio 2019. Laureato in Economia aziendale all'Università di Bologna, FOCACCIA è autore di pubblicazioni relative al *restructuring* e Cultore della materia all'Università Cattolica di Milano sulle tematiche legate alla Gestione della Crisi d'impresa.

⁴² Come già definito nel capitolo primo

⁴³ Dottore Commercialista e Revisore Legale, MBA, Presidente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanoamento d'Impresa Odcec Milano, ha partecipato ad importanti operazioni di risanamento. Ha svolto incarichi quale amministratore giudiziario, commissario liquidatore, consulente tecnico d'ufficio, commissario liquidatore, curatore fallimentare. È iscritto nell'Elenco degli Esperti per la Composizione negoziata della crisi d'impresa.

⁴⁴ Dottore Commercialista e Revisore Legale, Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanoamento d'Impresa Odcec Milano. È iscritto nella Sez. A del Registro dei Gestori della Crisi da sovraindebitamento ed è esperto Miur presso il Registro Reprise per le valutazioni economico-finanziaria e contabile-amministrativo. Svolge attività di docenza nei corsi di formazione, insieme a un'intesa attività convegnistica di settore. Ha incarichi da *external valuer* in operazioni di finanza straordinaria nonché per fondi di *private equity* e *venture capital* nazionali ed esteri. Collabora con il Politecnico di Torino per *spin off* universitari di *start up* innovative.

camento dell'imprenditore nella comprensione della convergenza normativa sempre più articolata e correlata tra il quadro normativo e regolamentare del sistema bancario e gli assetti organizzativi dell'impresa. Quindi un ruolo professionale arricchito da nuove competenze per favorire il dialogo tra impresa e istituti di credito laddove è sempre più preponderante e invasivo il ruolo della compliance da ambo le parti e che sottopone inevitabilmente un'impresa a dover essere sempre più organizzata digitalmente. Quindi un Commercialista che attraverso la conoscenza della logica sottintesa alla modellazione dei processi aziendali allena l'imprenditore per recepire la normativa come elemento cardine nella reingegnerizzazione degli assetti organizzativi aziendali. tutto in chiave *data driven* e *data analytics*.

A questa, un'attività di monitoraggio costante su:

1. verifica costante dei saldi di conto corrente, al fine di evitare sconfinamenti anche di piccolo importo;
2. rispetto delle scadenze finanziarie previste contrattualmente;
3. rispetto dei piani di rimborso dei finanziamenti;
4. valutare con estrema attenzione le operazioni di rinegoziazione dei prestiti, di moratoria, di rifinanziamento o di consolidamento, al fine evitare la segnalazione tra gli UTP/NPL;
5. verifica periodica della Centrale Rischi;
6. «dialogo» costante con istituti di credito e altri intermediari finanziari.

Negli anni si è sviluppata un'*industry* molto "evoluta" per la gestione delle sofferenze ma ancora in *start-up* nella gestione di UTP. Servono dunque Commercialisti in grado di assistere le PMI perché gli UTP rappresentano una *asset class* complessa anche per il settore bancario in quanto, a differenza delle sofferenze, devono essere gestiti con un'ottica mista di recupero, *turnaround* e *private equity* (posizioni in sospeso da ristrutturare, anche attraverso l'erogazione di nuova finanza):

ECCESSIVA NUMEROSITÀ E DIVERSITÀ	Ogni singola esposizione, per la sua peculiarità, necessiterebbe lo studio e l'implementazione di una strategia dedicata che le banche ad oggi non riescono a realizzare a causa dell'eccessiva numerosità di questa tipologia di posizioni all'interno dei propri bilanci (il ticket medio risulta essere particolarmente basso).
ESPOSIZIONI FRAMMENTATE TRA PIÙ BANCHE	Esposizioni spesso frammentate tra una pluralità di banche e creditori rappresentativi spesso di interessi disomogenei e talora conflittuali. La difficoltà a trovare un approccio unitario porta spesso a perdita di tempo prezioso e spesso vitale per l'impresa in difficoltà.
MANCANZA DI COMPETENZE SPECIALISTICHE	Esposizioni gestite dalle strutture di recupero crediti delle banche che potrebbero non avere tutte le competenze specialistiche del settore industriale in cui l'impresa opera.
GESTIONE INDIFFERENZIATA	Esposizioni gestite come beni uniformi, unidimensionali, passibili di valutazione e trattamento indifferenziato, valido a volte per il Real Estate ma sbagliato per la restante parte dei settori imprenditoriali.
GESTIONE IMPRENDITORIALE	Le esposizioni necessitano di essere gestite da investitori guidati non solo da una logica principalmente finanziaria ma soprattutto industriale.
MANCANZA DI SOSTEGNO	Esposizioni non coperte dalle attuali misure di sostegno per i crediti <i>non-performing</i> (e.g. GACS per le sofferenze).

In un siffatto contesto, il commercialista dovrà avere la capacità di supportare il proprio cliente andando oltre la ordinaria consulenza con un costante *transfer* del quadro normativo del sistema bancario per trovare stabilmente un *trade off* che venga incontro alle specifiche esigenze di ambo le parti.

3.1 IL RUOLO DI VALUTATORE INDIPENDENTE DI UTP

3.1.1 Premessa

Nel contesto di mercato degli NPE in Italia si osserva in misura crescente la costituzione e lo sviluppo di fondi comuni di investimento alternativo ("FIA") promossi da intermediari finanziari ("GEFIA"), aventi lo scopo di investire in NPL e UTP sia di tipo "Secured" che "Unsecured".

La normativa Bankitalia vigente non prevede per gli investimenti in crediti, a differenza dei beni immobili, l'obbligo di una valutazione semestrale indipendente da parte di soggetti terzi, i cosiddetti Esperti Indipendenti, ma la *best practice* e le attese degli investitori inducono di norma le SGR ad operare comunque in tal senso. Ciò anche in

considerazione della possibilità che il medesimo FIA possa inizialmente investire in NPE e successivamente, in logica “RE.O.CO .”, procedere all’acquisizione delle garanzie immobiliari nel quadro di procedure esecutive di proprio specifico interesse. Emerge pertanto una domanda potenziale di servizi valutativi specializzati in NPE, per la quale non sono sufficienti le competenze dei c.d. “Esperti Indipendenti” e che potrebbe rappresentare un’opportunità professionale per i commercialisti adeguatamente formati in materia.

Visto il contesto di mercato descritto, le medesime competenze specialistiche saranno sempre più richieste anche per il corretto presidio della “Funzione Valutazione” interna ai GEFIA, in linea con la normativa Bankitalia vigente. Gli intermediari finanziari devono infatti dotarsi di una struttura organizzativa idonea ad assicurare i necessari controlli sui valori attribuiti agli investimenti effettuati, di qualsiasi tipologia, quindi sia di natura immobiliare che NPE. Emerge quindi un’altra opportunità di *business* per i commercialisti esperti della materia a cui le SGR potrebbero esternalizzare una parte delle attività proprie della suddetta “Funzione Valutazione”.

3.1.2 Inquadramento normativo

Il punto di riferimento da focalizzare è innanzitutto il recepimento della normativa introdotta dalla Direttiva 2011/61/UE (la “Direttiva AIFM”), completato con la pubblicazione del D.M. 30 del 20 marzo 2015 di attuazione dell’art. 39 del Testo Unico della Finanza (“DM 30/2015”) e dei regolamenti attuativi da parte di Consob e Banca d’Italia. Esistono diverse opzioni organizzative disponibili in capo ai GEFIA, attraverso le quali implementare la suddetta disciplina normativa, con particolare riferimento al processo di valutazione applicabile ai fondi di investimento alternativi di tipo chiuso che investono nel settore immobiliare e mobiliare.

Al riguardo, il comma 4 dell’articolo 19 della Direttiva AIFM stabilisce che i GEFIA assicurano che la funzione valutazione sia esercitata, in alternativa, da un valutatore, sia esso persona fisica che giuridica, esterno rispetto al FIA ed al GEFIA (e indipendente dagli stessi e da qualsiasi altro soggetto che abbia stretti legami con il FIA o GEFIA) ovvero dal GEFIA medesimo (eventualmente avvalendosi di adeguate professionalità anche in outsourcing), condizionatamente al rispetto di determinati requisiti.

Il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio di Banca d’Italia, al Capitolo

IV, Titolo V, rubricato “*Criteri di valutazione del patrimonio del fondo e calcolo del valore della quota*” detta specifiche disposizioni di recepimento della disciplina comunitaria introdotta dalla Direttiva e dal Regolamento AIFM. Nelle quattro Sezioni in cui il Capitolo è suddiviso, Banca d’Italia regola le materie che seguono:

- principi generali;
- criteri di valutazione;
- valutazione dei FIA chiusi in occasione di emissioni di quote successive alla prima;
- Esperti indipendenti;
- valore unitario della quota.

In particolare, per quanto riguarda la valutazione dei crediti, e quindi applicabile alle varie tipologie di NPE, il Regolamento prevede che i crediti siano valutati secondo il valore di presumibile realizzo. Viene inoltre precisato che tale valore è calcolato tenendo anche conto delle quotazioni di mercato, ove esistenti, nonché in considerazione delle caratteristiche degli stessi. Nel calcolo del presumibile valore di realizzo può inoltre tenersi conto di andamenti economici negativi relativi a particolari settori di operatività nonché a determinate aree geografiche. Le relative svalutazioni possono essere determinate anche in modo forfetario.

3.1.3 Opzioni organizzative per il presidio delle attività proprie della funzione di valutazione

Le attività di valutazione comprendono due sottocategorie: I) quella riferibile ai beni in cui il FIA ha investito e, II) al calcolo del valore delle quote o delle azioni del FIA. Le due attività possono essere affidate in delega a terzi, che rispondono a determinati requisiti, anche in via disgiunta.

Il paragrafo 1.3 intitolato “*Delega a terzi della valutazione dei beni e del calcolo del valore delle quote*”, Sezione II, del Titolo VI del Regolamento Banca d’Italia, prevede infatti la possibilità che il GEFIA possa delegare, anche disgiuntamente, a soggetti terzi (che soddisfino condizioni analoghe a quelle indicate all’art. 16, comma 7, del DM 30/2015) gli incarichi di (I) valutazione dei beni del fondo e (II) calcolo del valore delle quote. Al successivo *paragrafo 4*, medesimo Titolo e Sezione del Regolamento Banca d’Italia, viene stabilito che, “*per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in*

cui è investito il patrimonio del Fondo, nonché delle partecipazioni immobiliari non quotate («Asset Immobiliari»), il GEFIA, che non ha delegato a terzi il compito di valutare i beni del fondo e di calcolare il valore della quota, si avvale di esperti indipendenti aventi i requisiti dal DM 30/2015 («Esperti Indipendenti»).

In sintesi, esiste quindi in capo ai GEFIA che gestiscono FIA immobiliari (e presumibilmente per ogni FIA che abbia una componente di patrimonio di tipo immobiliare), quale che sia l'opzione organizzativa prescelta, l'obbligo di avvalersi, nel processo di valutazione degli Asset Immobiliari, di soggetti terzi, qualificati come valutatori esterni (cui viene esternalizzata la funzione di valutazione) o, diversamente, quali Esperti Indipendenti (in caso di istituzione della funzione di valutazione interna).

Al contrario, il GEFIA può essere esentato dall'obbligo di ricorrere alla figura dell'esperto indipendente di cui all'art. 6, comma 1), lett. C), numero 5 del Testo Unico Finanza, purché abbia istituito la funzione valutazione ed esternalizzato a soggetti rispondenti ai requisiti di cui all'art. 16, comma 7, del DM 30/2015 (quale funzione operativa essenziale o importante) l'attività per la valutazione dei beni del fondo.

Pertanto, le principali opzioni organizzative in capo al GEFIA possono essere così sinteticamente declinate:

- istituzione di un'apposita funzione interna, in linea con il principio di proporzionalità, funzionalmente e gerarchicamente indipendente dalle funzioni preposte alla gestione. In tale ipotesi il GEFIA deve avvalersi, nel processo di valutazione degli Asset Immobiliari, degli Esperti Indipendenti in possesso dei requisiti previsti dal DM 30/2015;
- esternalizzazione della funzione di valutazione dei beni del fondo a soggetti terzi, in possesso di requisiti previsti dall'art. 16, comma 7, del DM 30/2015. In tale ipotesi i GEFIA, salvo le precisazioni di cui meglio infra in merito alla delega anche delle attività di calcolo del valore della quota o azione del fondo, non saranno tenuti a nominare gli Esperti Indipendenti previsti dal DM 30/2015.

I GEFIA che delegheranno a terzi la funzione di valutazione dei beni certamente potranno conservare al proprio interno (usualmente nell'ambito della funzione amministrativa) le attività di calcolo del valore quota o azione del FIA, recependo i valori attribuiti ai beni del FIA da parte del valutatore esterno.

Sempre nel rispetto del principio di proporzionalità e di autonomia organizzativa del

gestore, non pare sussistano circostanze impeditive qualora il GEFIA optasse per una terza soluzione organizzativa, in considerazione della complessità del processo di valutazione dei beni del FIA (quali ad esempio crediti UTP con garanzie sottostanti di tipo immobiliare), che preveda (i) l'esternalizzazione della funzione di valutazione a soggetto autonomo e indipendente e, al contempo, (ii) il mantenimento/conferimento di incarico agli Esperti Indipendenti.

Tale ultima opzione organizzativa, per quanto non espressamente prevista, trova conforto nelle stesse previsioni del Regolamento Banca d'Italia (Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, Paragrafo 1.1) nella parte in cui viene previsto che *“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 definire tecniche e procedure di valutazione appropriate nonché per esprimere giudizi di congruità sulla valutazione di determinate tipologie di beni”*.

In sostanza, il soggetto delegato alla funzione della valutazione dei beni svolgerebbe, in regime di esternalizzazione, quelle attività di verifica, controllo e vaglio critico dell'operato degli Esperti Indipendenti che il quadro normativo previgente richiedeva, in ogni caso, fosse svolta e garantita dai gestori con proprie risorse interne.

Il GEFIA potrebbe trovare nella figura del Commercialista esperto in materia UTP una figura specializzata ed indipendente perfettamente idonea sia allo svolgimento diretto delle attività di valutazione che al controllo del corretto espletamento delle stesse, nell'esempio suddetto dal valutatore esterno delegato dal GEFIA e dall'Esperto Indipendente del FIA.

3.2 IL CONTRIBUTO DEL DOTTORE COMMERCIALISTA NELLA GESTIONE DEI CREDITI UTP ATTRAVERSO RUOLI DI SUPPORTO NELL'AMBITO DELL'ESECUZIONE DEI PIANI DI RISANAMENTO

Nell'ambito della negoziazione di accordi di ristrutturazione del debito finanziario ovvero di risanamento, il dottore commercialista è spesso chiamato a svolgere il ruolo di *advisor* finanziario o comunque di redattore del piano, così come appartiene alla competenza esclusiva del dottore commercialista svolgere il ruolo di asseveratore del piano; inoltre il dottore commercialista può svolgere il ruolo di consulente incaricato

della transazione fiscale agendo come consulente specializzato nella normativa fiscale che interagisce con l'Agenzia delle Entrate di concerto con l'*advisor* finanziario.

Il presente capitolo intende invece illustrare ulteriori ruoli professionali, mutuati dalla prassi internazionale, che il dottore commercialista può rivestire supportando il processo di ristrutturazione ed implementando successivamente il piano di risanamento^[45]; nel processo della gestione dei crediti UTP da parte di investitori specializzati la presenza di queste figure è ormai consolidata.

3.3 IL CRO O CHIEF RESTRUCTURING OFFICER

Si tratta di un ruolo che la dottrina internazionale fa risalire a oltre quarant'anni addietro e che trae origine dalla riforma attuata nel 1978 della legge fallimentare negli Stati Uniti (*US Bankruptcy Reform Act*). Tale riforma aveva agevolato l'accesso alle procedure per la composizione assistita del debito, tipicamente il *Chapter XI*, che nei precedenti trenta anni aveva visto soltanto 1.250 casi annuali, mentre dal 1978 la media annua nei trent'anni successivi era salita a ben 14.000 casi annuali^[46].

Normalmente, il CRO è il soggetto deputato alla gestione indipendente della tesoreria durante la fase di predisposizione del piano di risanamento e successivamente nella fase di attuazione; egli garantisce l'ottimale gestione dei flussi finanziari e delle disponibilità liquide rispetto ad un piano di pagamenti funzionale al risanamento dell'azienda. In questo caso, il dottore commercialista, oltre alla normale esperienza che ne caratterizza il ruolo di *advisor* finanziario, deve possedere anche un *background* operativo di finanza aziendale e di gestione dei tools aziendali nelle situazioni più complesse; non deve mancare anche l'esperienza di gestione dei rapporti bancari ordinari e soprattutto di attenzione verso i costi di gestione delle operazioni stesse. Naturalmente il ruolo di CRO implica che la maggior parte del tempo sia dedicato all'azienda con visite frequenti o comunque dedizione di tempo continuativo.

Nella pratica, a questo ruolo sono spesso associate anche responsabilità tattiche e stra-

⁴⁵ *Ruolo e compiti del consulente aziendale nella soluzione delle crisi aziendali reversibili* (a cura di LUCA ANNIBALETTI) in *Crisi di impresa e ristrutturazione del debito*, Vita e Pensiero 2014 pagg. 30-32.

⁴⁶ TODD A. ZOHAR, *A primer on the Chief Restructuring Officer (CRO)*, DailyDAC, 2017.

tegiche che ne completano il profilo associandolo ad una funzione maggiormente manageriale; talvolta, infatti, il CRO è identificato nel ruolo dell'amministratore delegato, allorché la figura sia stata scelta all'interno di professionalità indipendenti con il gradimento implicito o esplicito (a seconda della *governance*) dei gestori dei fondi UTP. Pertanto, accanto a ruoli di gestione di tesoreria, il compito di un CRO può di volta in volta allargarsi verso azioni di *Working Capital Management*, ovvero gestione ottimale del circolante rivedendo le procedure aziendali per ottimizzare il *time to market*, la gestione delle scorte di magazzino, la riduzione di tempistiche nella emissione della fatturazione, la gestione degli incassi, la dimensione degli acquisti e le tempistiche di pagamento. Altri compiti aggiuntivi del CRO sono legati all'esecuzione di operazioni di finanza straordinaria, quali la ricerca di nuovi investitori nel capitale ovvero operazioni di *distressed M&A*, supportando la Società nella cessione di singoli attivi o *business* non strategici. Date le caratteristiche, il CRO diventa il naturale punto di riferimento dei gestori del fondo UTP, e favorisce il dialogo con gli altri *stakeholders*, quali i creditori ovvero gli altri azionisti rimasti nel capitale successivamente l'entrata del fondo.

I vantaggi del coinvolgimento di un CRO risiedono nel fatto che la figura non è stata coinvolta nella gestione che ha portato alla tensione finanziaria e quindi può fornire sia una visione esterna per la risoluzione di problemi sia un nuovo entusiasmo al *management* esistente che invece può trovarsi a disagio in situazioni non sperimentate. In ultimo resta da chiarire il concetto di indipendenza legata al ruolo del CRO. Nel caso in cui prevalga il ruolo di controllo, il ruolo non viene formalizzato in una specifica procura aziendale assegnata dal Consiglio di Amministrazione e depositata presso la Camera di Commercio, ma viene regolamentato da clausole previste dagli accordi della Società con le banche i cui crediti sono stati ceduti al fondo UTP, ovvero con il fondo UTP stesso; la violazione ripetuta di queste clausole porta inevitabilmente al *default* dell'accordo. In tale caso il CRO è assolutamente esterno all'organico aziendale, non viene inquadrato quale prestatore di lavoro subordinato ai sensi dell'articolo 2094 Codice Civile, né sottoposto alla direzione e al potere disciplinare della Società stessa, né al rispetto di orari di lavoro.

Diverso è invece il caso in cui il ruolo di CRO sia affidato ad un amministratore con poteri ovvero ad un dirigente della Società. In questo caso non si tratta di valutare la vera e propria indipendenza assoluta, ma, oltre ovviamente la professionalità, la terzietà

del soggetto rispetto alla precedente proprietà della Società ed al *management* esistente, e soprattutto la capacità del CRO di svolgere il proprio ruolo in maniera obiettiva senza condizionamenti.

Di seguito viene riportato, a titolo esemplificativo, un possibile contenuto del programma di lavoro del CRO previsto da un Accordo di Ristrutturazione.

- I. verificare il corretto utilizzo delle disponibilità finanziarie della Società per fronteggiare il pagamento dei creditori della Società, sia aderenti all'Accordo di Ristrutturazione, sia che abbiano stipulato autonomi accordi di dilazione e/o riscadenzamento, sia estranei all'Accordo di Ristrutturazione;
- II. monitorare la pianificazione finanziaria della Società ed in particolare dei pagamenti da effettuarsi e della relativa provvista di cassa;
- III. approvare il *budget* di cassa trimestrale e, in caso di mancata approvazione, proporre le modifiche al suddetto *budget*;
- IV. ricevere le relazioni di aggiornamento sulla gestione della Società che l'Amministratore delegato dovrà trasmettere con cadenza trimestrale;
- V. verificare l'organizzazione e il compimento da parte della Società di tutte le formalità necessarie affinché siano adempiuti correttamente gli obblighi previsti a proprio carico dall'Accordo di Ristrutturazione;
- VI. elaborare la reportistica da presentare agli Istituti finanziari con cadenza almeno trimestrale ed entro 15 gg dalla fine di ciascun trimestre, che evidenzino lo stato di avanzamento e di rispetto del Piano;
- VII. verificare e monitorare che le somme incassate dalla Società vengano effettivamente destinati ai versamenti nei confronti degli Istituti finanziari secondo i criteri e le condizioni previste dal presente Accordo;
- VIII. comunicare per iscritto agli Istituti, entro cinque giorni lavorativi dalla fine di ogni mese di calendario, una certificazione degli incassi ricevuti nel corso di tale mese;
- IX. verificare e comunicare il rispetto o il mancato rispetto dei Parametri Finanziari a ciascuna data di verifica.

È infine abbastanza frequente la casistica di partecipazione del CRO ai Consigli di Amministrazione come uditore ovvero anche con diritto di intervento anche qualora non rivesta il ruolo di amministratore.

3.3.1 Il liquidatore indipendente

Nel caso dell'esecuzione di un Piano liquidatorio, allo scopo di ottenere risultati efficaci con tempistiche e costi adeguati, la figura del CRO può essere rappresentata da quella di un liquidatore indipendente singolo ovvero che partecipi al Collegio dei Liquidatori. In quest'ultimo caso, allo scopo di poter effettuare un'azione efficace, potrà disporre di un diritto di veto attraverso il conferimento di poteri di firma congiunti con gli altri liquidatori. Il potere di firma congiunto potrà essere conferito esclusivamente per operazioni rilevanti oltre una determinata soglia, allo scopo di non bloccare il normale corso della liquidazione.

3.3.2 L'Observer

La figura dell'*Observer* è tipicamente di monitoraggio e, rispetto alla figura di CRO, implica una dedizione di tempo minore all'azienda con analisi spesso effettuate da remoto; l'*Observer* verifica l'andamento della tesoreria e l'implementazione del Piano con cadenze periodiche (normalmente trimestrali) senza entrare in dettaglio nei singoli movimenti, né analizzare i singoli documenti a supporto, salvo casistiche eccezionali. Come il CRO, l'*Observer* partecipa ai Consigli di Amministrazione come uditore ovvero anche con diritto di intervento.

L'*Observer* viene normalmente incaricato dai gestori del fondo UTP qualora vi sia un maggiore affidamento sul *management* che implementerà il Piano di Risanamento, mantenendo nel contempo un presidio indipendente attraverso una figura periodicamente in contatto con l'azienda in questione.

Di seguito viene riportato, a titolo esemplificativo, un possibile contenuto del programma di lavoro dell'*Observer* previsto da un Accordo di Ristrutturazione.

- I. partecipare a tutti i Consigli di Amministrazione della Società con diritto di intervento finalizzato alla comprensione dei temi all'Ordine del giorno e loro eventuale approfondimento, senza diritto di voto;
- II. partecipare agli incontri decisionali in sede di consiglio di amministrazione, per la formazione del *budget* annuale o in occasione dell'approvazione di eventuali nuovi *business plan* o di presa in esame e relativa valutazione di situazioni derivanti da qualsiasi Evento Rilevante o Evento Rilevante Potenziale, questi ultimi definiti come da Accordo di Ristrutturazione;

- III. richiedere, per motivate ragioni di comprensione dell'andamento del *business*, documentazione, incontri col *management*, accordandosi con l'amministratore delegato in merito a tempistiche e modalità;
- IV. controfirmare i rapporti periodici trimestrali indirizzati agli Istituti Finanziari emessi dall'amministratore delegato.
- V. fornire la dichiarazione che i Parametri Finanziari sono rispettati;
- VI. redigere una relazione che attesti lo stato di avanzamento della Dismissione degli immobili non strategici, lo stato delle trattative in essere e di quelle non concluse, corredate queste ultime delle motivazioni dell'insuccesso;
- VII. almeno una volta in ciascun esercizio finanziario incontrare gli Istituti Finanziari e presentare i risultati economici e finanziari e l'implementazione del Piano.

3.3.3 Il Business Monitoring Agent

Il ruolo dell'Observer spesso si sovrappone a quello del professionista incaricato di verificare l'implementazione del piano di risanamento, specialmente nel caso di società industriali o commerciali, definito *Business Monitoring Agent*.

Anche in questo caso si tratta di una figura di monitoraggio che, attraverso *Business Monitoring Tools*, redige periodicamente un rapporto indirizzato alle controparti finanziarie; scopo di questo rapporto è analizzare l'andamento del Piano e fornire elementi tali da prevenire il breach dei covenant finanziari che porterebbe al *default* dell'Accordo di Ristrutturazione stipulato.

La distinzione di questo ruolo rispetto a quello del CRO ovvero dell'Observer risiede nella maggiore esperienza industriale richiesta al professionista rispetto a quella finanziaria.

Il Documento di monitoraggio, il *report* periodico normalmente richiesto al professionista, contiene alcune analisi specifiche degli eventi significativi intercorsi nel periodo oggetto di analisi che possano aver accelerato o rallentato il verificarsi delle assunzioni di Piano; oltre a tale argomento essenziale, i contenuti, a titolo esemplificativo, potrebbero comprendere:

- I. monitoraggio delle vendite effettuate rispetto a quanto previsto nel Piano;
- II. monitoraggio dei costi operativi e della loro ragionevole evoluzione;
- III. descrizione degli accordi raggiunti con il personale dipendente coerentemen-

te con quanto previsto nel Piano;

- IV. monitoraggio degli oneri e proventi finanziari e straordinari;
- V. monitoraggio della Posizione finanziaria netta e del suo andamento in linea con le previsioni del Piano;
- VI. descrizione dei debiti scaduti nei confronti dei fornitori suddivisi per *ageing*;
- VII. rappresentazione dello stato delle trattative per la cessione degli immobili.

3.3.4 Il rappresentante comune dei titolari di strumenti finanziari partecipativi

Qualora l'Accordo di Risanamento o di Ristrutturazione preveda la conversione del debito in Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP), il Dottore Commercialista può essere incaricato come rappresentante comune dei Titolari degli Strumenti Finanziari Partecipativi. Il rappresentante comune viene eletto secondo il Regolamento SFP; può agire nell'interesse i Titolari degli SFP e partecipando nelle Assemblee della Società emittente gli SFP esercitando diritti di veto o di gradimento sulle tematiche previste dal Regolamento SFP, normalmente tematiche di competenza dell'Assemblea Straordinaria.

A titolo esemplificativo il rappresentante comune potrebbe essere delegato ad esercitare i seguenti diritti in nome dei titolari:

- I. il diritto di nominare un soggetto indipendente quale membro del consiglio di amministrazione della Società, con diritti e poteri di partecipazione alla *governance* societaria pari a quelli degli altri consiglieri di nomina assembleare;
- II. il diritto di gradimento in relazione alla nomina di un sindaco effettivo e di un sindaco supplente della Società;
- III. il diritto di veto sulle seguenti materie assembleari:
 - a. approvazione delle delibere dell'assemblea dei soci che pregiudichino i diritti dei Titolari;
 - b. delibere dell'assemblea dei soci aventi ad oggetto modificazioni, quand'anche non pregiudizievoli, del Regolamento ovvero modificazioni, quand'anche non pregiudizievoli, delle disposizioni dello Statuto;
 - c. operazioni aventi ad oggetto il capitale sociale (inclusi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, aumenti di capitale sociale, emissione di prestiti obbligazionari convertibili e/o altri titoli di debito convertibili e/o riduzioni di capitale sociale e/o acquisto di azioni proprie);

- d. operazioni straordinarie (incluse, a titolo esemplificativo e non esaustivo, fusioni, scissioni, trasformazioni, *etc.*);
- e. emissione di strumenti finanziari partecipativi e/o prestiti obbligazionari;
- f. distribuzioni in favore dei soci e/o dei Titolari;
- g. scioglimento e messa in liquidazione della Società;
- h. transazioni e/o rinunce riguardanti controversie con amministratori e/o sindaci (incluse eventuali controversie riguardanti azioni di responsabilità);
- IV. il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari della Società contrarie alla legge, allo Statuto, al Regolamento e/o lesive dei diritti dei Titolari;
- V. il diritto di richiedere e ottenere la convocazione dell'assemblea ordinaria e straordinaria della Società, indicando nella richiesta gli argomenti all'ordine del giorno;
- VI. il diritto di promuovere l'azione di responsabilità verso amministratori e/o sindaci della Società;
- VII. il diritto di esaminare, anche tramite rappresentanti o consulenti, i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione della Società e delle società sulle quali la Società eserciti il controllo.

3.4 LA GESTIONE DEL CREDITO UTP CORPORATE NELLA LOGICA *TURNROUND*

- L'acquisto di un credito UTP da parte di un investitore professionale può rispondere a diverse logiche che possono essere suddivise in due grandi "famiglie": interventi di gestione passiva, finalizzati ad una ottimale gestione del credito ed escussione delle garanzie; solitamente questi interventi si concretizzano con la cessione di un portafoglio eterogeneo di posizioni da un singolo istituto ad un *servicer*.
- Interventi di gestione attiva, finalizzati al sostegno di un progetto di rilancio aziendale da realizzarsi mediante l'erogazione di nuova finanza e l'ingresso nel capitale con una quota di maggioranza assoluta; solitamente questi interventi si concretizzano con la cessione da parte di più istituti dell'esposizione nei confronti di una determinata azienda ad un operatore che arriva così a detenere un posizione di larga maggioranza nella debitoria e viene ad assumere un ruolo de-

terminante nel processo di risanamento (cd. operazioni “*single name*”).

- (x) Nelle situazioni di crisi 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.

Questo si traduce in un danno pesante per tutti gli *stakeholders*:

- per i creditori che si trovano a dover subire uno stralcio pesante del loro credito e – nel caso dei fornitori – a perdere un cliente per le loro merci o servizi;
- per i dipendenti che vengono gravemente penalizzati dalla perdita del posto di lavoro;
- per gli azionisti che vedono azzerarsi il valore della loro partecipazione e molto spesso si trovano a subire l'escussione di garanzie prestate od a fronteggiare azioni di responsabilità come amministratori;
- per tutto il sistema paese che vede esaurirsi un soggetto che crea occupazione e genera risorse per tutta la comunità sotto forma di imposte e contributi;

In questo contesto, l'intervento attivo di un investitore specializzato nel *turnaround* può creare un grande valore per tutti i soggetti coinvolti.

3.4.1 Impatto della cessione del Credito UTP sul processo di risanamento di impresa

La cessione da parte di più istituti della propria esposizione ad un operatore specializzato comporta numerosi vantaggi nel processo di risanamento.

Innanzitutto concentra la larga maggioranza dell'esposizione in capo a un unico soggetto e questo comporta una forte semplificazione del processo di rinegoziazione del credito, attribuisce 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;
- non deve sottostare ai vincoli della legge bancaria;
- può esercitare un ruolo attivo ed eventualmente assumere il controllo della società;

- ha una minore esposizione di immagine e può affrontare e gestire con minori difficoltà le eventuali azioni impopolari che si rende necessario adottare nell'attuazione dell'intervento.

3.5 IL RUOLO DEI VARI SOGGETTI NELLA FASE DI DEFINIZIONE DEL PIANO

Ristrutturare un'azienda è sempre un lavoro di squadra perché servono tante competenze diverse ed i tempi sono ridotti; inoltre queste competenze devono venire anche dall'esterno perché per realizzare dei cambiamenti efficaci e duratura è sempre necessario rinforzare la squadra del *management* già presente in azienda.

Di seguito analizzeremo il ruolo dei principali attori coinvolti nel processo:

- Investitore e /o finanziatore;
- *Financial advisor*, che spesso è rappresentato da un commercialista o da una società di consulenza specializzata;
- *Chief Restructuring Officer* (CRO).

In questa sede abbiamo volutamente trascurato il ruolo di attestatore, periti, ecc. che hanno compiti più specifici che discendono anche da disposizioni legislative ma abbiamo voluto focalizzarci sulle figure che hanno il ruolo di *leadership* in un progetto di risanamento.

Nel seguito vengono inevitabilmente presentati come ruoli distinti ma è evidente che ognuno dovrà collaborare al lavoro dell'altro. L'esempio più tipico di questa necessità di stretta collaborazione è la realizzazione del Piano dove abbiamo dato la responsabilità al *financial advisor* ma è indispensabile la collaborazione del CRO e dell'investitore.

Il ruolo dell'investitore e/o del finanziatore nella strategia di *turnaround*

Come abbiamo visto l'investitore assume un ruolo determinante nell'intero processo, soprattutto nelle fasi iniziali.

Il primo contributo fondamentale è ovviamente la possibilità di apportare la nuova finanza senza la quale qualsiasi progetto di rilancio non è altro che un bel progetto ma irrealizzabile.

Inoltre l'investitore ha il ruolo fondamentale è nell'accelerare i tempi dell'intervento in quanto è in grado di utilizzare la forza contrattuale che gli deriva dalle scadenze del debito a sue mani per ottenere che lo stato dell'azienda venga analizzato in trasparenza ed affrontato con professionalità e nel rispetto delle norme di legge che spingono tutte per l'emersione anticipata della crisi.

In sintesi, l'intervento di un investitore specializzato:

- rende possibile la realizzazione di un piano di risanamento apportando la nuova finanza necessaria e realizzando una discontinuità manageriale;
- riduce i tempi di emersione della crisi e di adozione delle opportune iniziative.

Lo schema tipico di un operazione “*single name*” può essere riepilogato come segue:

- selezione dell'azienda su cui investire partendo dalle potenzialità del *business*: mercato con prospettive di crescita, azienda con un posizionamento solido anche se “appannato”, *driver* di risanamento facilmente individuati e basati su riorganizzazione interna. Fin dall'inizio l'investitore definisce un *budget* di nuova finanza da investire nel progetto e questo è l'elemento fondamentale per la negoziazione con tutti gli *stakeholders*;
- Negoziazione con la proprietà di un accordo per lo “*step in*” sull'*equity* che solitamente prevede che l'imprenditore uscente mantenga una quota del 20/30% nel capitale;
- Accordo con i creditori per il riscadenziamento e/o stralcio del debito pregresso in funzione delle garanzie e dell'ordine di privilegio, spesso in questa fase vengono presi accordi per l'emissione di SFP che consentono di partecipare agli eventuali upside del progetto (accordi di *waterfall*);
- *Closing* ed erogazione della nuova finanza con modalità protette; al momento dell'*exit* la nuova finanza sarà la prima voce ad essere rimborsata inclusi interessi a tassi nell'ordine dell'8/10% e talvolta anche superiori.

3.5.1 Le funzioni del *financial advisor*

Prima di illustrare le attività tecniche che deve compiere un *financial advisor* si ritiene opportuno soffermarsi sulle “*soft skills*” richieste dalla situazione.

Per l'imprenditore la crisi della propria azienda è spesso una dei momenti più difficili

della sua vita e spesso mette in gioco non soltanto aspetti razionali ma anche un grande coinvolgimento emotivo; inoltre si viene a creare una oggettiva divergenza tra i suoi interessi da un lato e quelli dell'azienda/creditori dall'altro:

- L'imprenditore ha interesse a procrastinare gli indispensabili interventi di ristrutturazione operativa nella speranza che i problemi si risolvano spontaneamente con la ripresa del fatturato; questo avviene per mancanza di lucidità ma anche perché si rende conto che gli interventi di ristrutturazione imporrebbero degli esborsi finanziari che non sono nelle sue disponibilità e questo lo costringerebbe a passare il testimone. In questa fase il richiamo alle disposizioni di legge ed al rischio di sanzioni penali per eventuali reati fallimentari e molto spesso inutile e non viene tenuto in considerazione;
- L'azienda ed i creditori hanno invece interesse ad affrontare la crisi prima possibile per evitare che il danno si aggravi sempre più sotto forma di: ulteriori perdite, uscita delle risorse migliori, perdita di quote di mercato, danneggiamento dell'immagine aziendale, rinvio dei necessari investimenti e manutenzioni, ecc.

Servono grandi doti di negoziazione ed equilibrio ed occorre essere consapevoli che per l'imprenditore questo è un passaggio difficilissimo anche dal punto di vista umano ed è doveroso che il caso venga approcciato non soltanto con la massima professionalità ma anche con una buona dose di sensibilità ed umanità.

Veniamo adesso ad analizzare le azioni che si ritiene debbano essere attivate da parte del *financial advisor*:

- a. Monitoraggio dei flussi di cassa a breve (13 settimane): si tratta della prima attività da svolgere perché consente di capire la gravità della crisi e di quanto tempo si dispone per intervenire. Questa attività si compone di:
 - l'analisi approfondita delle poste patrimoniali attive/passive e dello scadenzario conseguente;
 - il completamento con le voci aggiuntive derivanti dalla gestione (stipendi, F24, nuovi ordini, acconti, ecc.);
 - le possibili azioni attivabili per gestire l'emergenza (ad esempio: riscadenziamenti e rateizzazioni, richiesta di anticipi ai clienti, frazionamento degli ordini per diminuirne l'impatto finanziario, aumento della frequenza della fattura

razione per disporre di fatture da anticipare, ecc.).

- b. Previsione “*As is*” dei flussi di cassa a 12 mesi : consente di capire se la gestione operativa in assenza di interventi assorbe o genera cassa e – nel caso – come si confronta la cassa generata con le esigenze di servizio del debito finanziario e del rientro dallo scaduto dei debiti operativi; questa analisi consente di iniziare a configurare lo scenario di intervento.
- c. Individuazione delle linee guida del piano: attività fondamentale alla base dell'intero processo di risanamento. Si tratta semplicemente dell'elenco delle azioni di ristrutturazione industriale che occorre apportare accompagnata da una stima di massima di tempi, costi e benefici. Come si vedrà meglio nel seguito, in questa fase è determinante il contributo del *temporary manager*. Obiettivo di questa primissima analisi è dimensionare i possibili *upside* di Ebitda ed il fabbisogno di nuova finanza.
- d. Messa a punto delle linee guida della ristrutturazione del debito: ogni debito deve essere analizzato nel dettaglio per quanto attiene la natura, le garanzie e l'ordine di privilegio e poi dovrà essere definito il relativo trattamento ai fini della ristrutturazione.
- e. Individuazione del fabbisogno di nuova finanza: la nuova finanza idealmente deve coprire il fabbisogno per investimenti ed oneri di ristrutturazione, eventuali perdite nelle fasi iniziali del piano ed il fabbisogno di circolante generato da un eventuale ripresa del fatturato. Ogni volta che è possibile, per ridurre il fabbisogno di nuova finanza si inserisce nel piano la vendita di *assets* non strategici.
- f. 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 in modo che poi l'interlocuzione sarà resa molto più agevole. Si suggerisce di iniziare a coinvolgere l'attestatore fin dalle fasi iniziali della costruzione del piano per discuterne anticipatamente l'impostazione.

Tutti gli elementi da a) ad e) devono essere raccolti molto rapidamente (*max* 4/6 settimane) ed occorre prevedere un periodo di ulteriori 2/4 settimane per la discussione del tutto con la proprietà.

3.5.2 L'intervento del *Chief Restructuring Officer* (CRO)

Spesso la figura di un *turnaround manager* (i.e. *Chief Restructuring Officer* - CRO) viene inserita solo dopo la chiusura degli accordi con il ceto creditizio, ma intervenire (ben) prima dell'accordo, in una fase della crisi che consente ancora una discontinuità parziale, è molto importante 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.

Le motivazioni per l'inserimento di un CRO sono molteplici:

- il CRO gestisce un picco di lavoro

Quando si affronta una crisi aziendale non solo bisogna rivedere la gestione ordinaria, sia industriale che finanziaria, ma molto spesso anche affrontare delle operazioni straordinarie e/o “situazioni speciali” quali:

- cessioni di azienda, rami di azienda, attivi;
- riconversioni/cessazioni di aziende;
- riduzioni/ricollocazioni di personale;
- negoziazioni con creditori, organizzazioni sindacali ed altre controparti istituzionali;
- accesso a procedure concorsuali e/o di moratoria con creditori;
- interlocuzione con organi giudiziari;
- interlocuzione con istituti che erogano “nuova finanza”.

La gestione delle attività sopra citate necessita di competenze specifiche che molto di rado sono presenti in azienda e che non possono essere apportate solo dai consulenti. Oltre a gestire insieme ai consulenti gli aspetti tecnici il CRO costituisce un elemento di discontinuità, almeno parziale, molto importante nei confronti delle controparti e i diversi portatori di interessi (i c.d. *Stakeholders*) per la credibilità nei confronti del progetto di ristrutturazione.

- Porta in azienda un approccio diverso, mirato alla gestione del cambiamento.

Le ragioni per cui un'azienda attraverso un periodo di crisi sono molteplici e possono a mio parere essere ricondotte ai seguenti motivi principali:

1. Eventi esterni non governabili epocali Pandemia
2. Mutamenti strutturali del mercato *Netflix* (e altri) *versus Blockbuster*
3. Eventi esterni non governabili puntuali allagamento stabilimento
4. Colpa
5. Dolo

A ciò si aggiunge la tendenza a gestire il debito focalizzandosi sulla fase di raccolta e senza considerare l'eventualità che, prima o poi, lo stesso vada rimborsato.

Gli eventi esterni non governabili – se l'azienda sottostante è sana – possono anche essere superati grazie a misure non strutturali (moratorie, rinegoziazione delle posizioni debitorie, ecc. ecc.).

In ogni caso tali eventi potrebbero anche non creare un tema importante di credibilità del *management* dell'azienda in crisi.

Quando invece l'azienda non ha saputo o potuto tenere il passo con i cambiamenti del mercato il tema della credibilità diventa importante: mentre le caratteristiche di onorabilità delle figure apicali non saranno messe in dubbio, sarà piuttosto difficile convincere i creditori e gli altri portatori di interessi che le stesse persone che hanno perso contatto con il mercato di riferimento (e/o non hanno saputo cogliere nuove opportunità) possano guidare con successo il risanamento.

Nel caso in cui ci si trovi poi di fronte a colpe gravi o addirittura comportamenti dolosi, il tema della credibilità diventa dirimente, anche dal punto di vista formale.

Date queste premesse appare chiaro che lasciare la gestione del cambiamento, sia per la gestione ordinaria che per quella straordinaria, a chi ha portato l'azienda alla crisi possa minare le stesse basi del processo di risanamento.

Un altro punto fondamentale è che il CRO porta un approccio metodologico e psicologico focalizzato sul cambiamento, iniziando sin da subito, con la messa in sicurezza dell'azienda, un percorso di transizione e distacco netto dalle linee guida precedenti. Tale approccio è fondamentale per riconquistare la fiducia dei diversi *stakeholders* dell'azienda, elemento imprescindibile per la buona riuscita di ogni processo di risanamento.

Il CRO svolge un ruolo importante verso le banche, come si accennava in precedenza, spesso la crisi industriale, già di per sé di non semplice risoluzione, è accompagnata da elementi di squilibrio finanziario legato ai seguenti fattori:

- disequilibrio tra debito, livello di capitale, redditività e flussi di cassa (PFN/Mezzi Propri; PFN/Ebitda; PFN/cash flow);
- scorretto bilanciamento tra indebitamento a breve e lungo (i.e. finanziamento degli investimenti in attivi fissi con autoliquidante);
- divergenza dei flussi di cassa effettivi rispetto al piano di rimborso (M&A financing, piani di moratoria o ex art. 67/182);
- riduzione fidi per autoliquidante ed altre linee da parte del ceto creditizio.

Le prime tre fattispecie promanano da squilibri strutturali della struttura finanziaria e qualora siano unite ad una crisi industriale creano una sorta di “tempesta perfetta” che rende il percorso di risanamento estremamente difficoltoso e assai poco credibile per gli *stakeholders*.

Il quarto accadimento è spesso sottovalutato e può creare situazioni di tensione finanziaria e persino di crisi anche in aziende sane, se non addirittura eccellenti, dal punto di vista industriale.

La riduzione/revoca dei fidi può essere completamente slegata alla performance dell'azienda e conseguenza di decisioni del ceto bancario.

Ad esempio in questo senso il recente costante processo di concentrazione bancaria non ha certo giovato, laddove i fidi concessi dopo l'integrazione di due o più istituti molto di rado sono pari alla somma dei singoli affidamenti assicurati dai singoli istituti. Inoltre uno o più istituti potrebbero aver deciso di ridurre l'esposizione verso il settore in cui opera l'azienda.

Infine, uno o più istituti potrebbero attraversare una fase di crisi ed essere costretti, tra le altre cose, a riequilibrare la struttura dei propri attivi e determinando un “*credit crunch*”. Qualunque siano le cause della crisi le banche giocano ovviamente un ruolo molto importante, ma con logiche molto diverse da quelle che regolano la gestione del credito *in bonis*. Ad esempio, rispetto ai fornitori che possono essere più propensi a sostenere la ristrutturazione, soprattutto se intravedono prospettive di rilancio e di sviluppo, magari con l'ingres-

so di un *partner* industriale, le banche hanno, obbligatoriamente vista la loro natura di soggetti istituzionali “vigilati”, un approccio meno disponibile alla prosecuzione dei rapporti. Tale tendenza si è molto accentuata negli ultimi anni in seguito alla revisione dei criteri di valutazione che classificano i crediti in UTP ed NPL ed alla conseguente comparsa sul mercato di veicoli di investimento che acquistano tali crediti dalle banche e/o li ricevono in apporto.

Oltre a questi temi sistemici, dal punto di vista operativo quando un’azienda va in crisi, spesso il *management* aziendale perde i riferimenti abituali, in quanto la pratica all’interno dei vari istituti viene trasferita ai dipartimenti di *restructuring* e/o *work out*. Viceversa questi referenti sono le controparti abituali del CRO e quindi la sua presenza pone le basi per una miglior impostazione della fase di transizione e, auspicabilmente, di quella di risanamento.

3.5.3 Perimetro di intervento del CRO nella fase di messa in sicurezza dell’azienda

Il CRO non deve necessariamente avere competenze specifiche di settore, per lo meno nella fase di messa in sicurezza dell’azienda. In questa fase il CRO è soprattutto “l’Amministratore delegato della crisi” e usando una metafora sanitaria è più medico di Pronto Soccorso che di reparto.

Nella fase di messa in sicurezza dell’azienda il CRO opera come elemento di collegamento con il team di *Advisor* nella redazione del piano di risanamento. Quando un’azienda entra in crisi, entrano in campo una serie di professionisti ed interlocutori (*advisor* legali e finanziari, commissari giudiziali, asseveratori, periti, *ecc. ecc.*) con cui il *management* dell’azienda non ha consuetudine. L’intervento di un CRO permette di evitare che si creino problemi di comunicazione, ma anche che il *management* distolga la propria attenzione dalla conduzione quotidiana di alcune attività aziendali (in primis quella commerciale) con ovvia penalizzazione della performance aziendale.

Un *management* abituato a gestire crescita e sviluppo che invece di presidiare i clienti – usando competenze che ha – si trova impegnato in riunioni con sindacati, dipendenti, *advisor*, banche, fornitori ed altro – non avendo mai affrontato tali situazioni – crea un doppio danno alla propria azienda.

Il CRO non è quindi “un uomo solo al comando”, ma neanche la “prolunga” dei profes-

sionisti/*advisor* aziendali. Deve essere “*primus inter pares*” e gestire con capacità la divisione dei compiti all’interno del team dedicato al risanamento: *advisor* e professionisti non si occupano di gestione e il CRO non fa il loro mestiere.

3.6 OBIETTIVO DEL RISANAMENTO

Come già anticipato, la crisi comporta un *deficit* di credibilità importante da parte del *management* aziendale nei confronti degli *stakeholders*. Al fine di recuperare, almeno in parte, tale credibilità il CRO, insieme al *team* dedicato al risanamento, deve mostrare indipendenza ed effettuare proposte credibili e praticabili.

Indipendenza e credibilità si dimostrano:

- preservando la parte sana del *business* (se c’è) per predisporla al rilancio.

Non si risana un’azienda se si cerca ad ogni costo di salvaguardare attività che non hanno prospettive di rilancio. La prospettiva di cessare e/o cedere tali attività spesso può essere traumatica dal punto di vista psicologico per azionisti, *management* e dipendenti, ma è un piano indipendente e praticabile non può contemplare ipotesi di fantasie e/o influenzate da considerazioni “romantiche”;

- Tutelando dipendenti e creditori.

Il risanamento comporta un sacrificio per tutti gli stakeholder. Tale sacrificio che deve essere percepito come equo. Se una o più categorie viene penalizzata a vantaggio di altre l’asimmetria di trattamento dimostra una mancanza di equità verso le controparti e di indipendenza del CRO e del team dedicato al risanamento.

Inoltre effettuare operazioni “asimmetriche” porrebbe le basi per pesanti censure in caso di successivo accesso a procedure concorsuali;

- Mettendo l’azienda in condizione di valutare tutte le possibili soluzioni strategiche.

Il risanamento di un’azienda in crisi è già di per sé un processo molto complicato e con importanti rischi di esecuzione. Per moderare questi rischi e rendere credibile il piano bisogna, oltre che abbandonare le ipotesi di fantasia già menzionate, anche non escludere a priori soluzioni che possano portare a discontinuità anche forti. Se, ad esempio, per salvare un’azienda (o almeno una sua parte) è necessario che proprietà e *management* escano di scena, non ci possono essere ostacoli in questo senso. Anche in questo

caso il CRO funge da figura di garanzia indipendente e credibile.

Non è risanamento:

- ricercare nuova finanza per proseguire con lo stesso modello di *business* che ha portato alla crisi.

Troppo spesso il *management* delle aziende in crisi non sa (o non vuole) apportare cambiamenti gestionali, a volte perché tali cambiamenti metterebbero in forte discussione (o comunque ridimensionerebbero) il proprio ruolo. L'azione del *management* in questi casi si concentra sulla ricerca, spesso spasmodica e vana, di risorse aggiuntive, siano esse di capitale o, più spesso, di debito. È appena il caso di accennare che queste azioni, in assenza di concreti mutamenti gestionali, aggravano il quadro della crisi e, di nuovo, potrebbero prestarsi a gravi censure in caso di ricorso a procedure concorsuali;

- Implementare strategie di pura sopravvivenza.

La crisi spesso disorienta il *management* che come già detto generalmente si trova ad affrontare questo tipo di situazione per la prima volta. Ciò può indurre ad implementare azioni di breve termine non meditate e correttamente pianificate sia in senso “riduttivo” (dismissioni di cespiti, chiusure di attività, riduzione di personale), che “additivo” (immissione di risorse, proprie o di terzi, chiusura di accordi industriali/commerciali con controparti terze).

Tali azioni non sistematizzate e non correlate ad un piano che porti a dei cambiamenti strutturali rischia di impoverire ulteriormente l'azienda in caso di azioni “riduttive” e di “ingessarne” l'organizzazione e l'azionariato se i passi sono “additivi”.

* * *

Il contesto di crisi in cui versa l'azienda rende molto favorevole ingaggiare il CRO con la formula del “*temporary management*”. Questa soluzione infatti si adatta perfettamente alle esigenze di un progetto di ristrutturazione in quanto consente:

- tempi di ingaggio molto rapidi (immediati o al massimo qualche settimana);
- alta flessibilità del rapporto contrattuale che consente di gestire l'incertezza in merito alla sussistenza della continuità aziendale nelle fasi iniziali di gestione della crisi;
- capacità di gestione “a progetto” ed ampia esperienza già maturata in situazioni di crisi;
- disponibilità a partecipare in progetti che non garantiscono continuità di rap-

porto di lavoro (è quasi impossibile ingaggiare in un progetto di *turnaround* un *manager* assunto a tempo indeterminato in un'altra azienda).

L'ingaggio di *temporary manager* può essere molto utile non soltanto per le funzioni apicali ma anche per sostenere il processo di ristrutturazione occupando ruoli di responsabilità di funzione tipici dei riporti di 1° livello dell'Amministratore Delegato (CFO, direttori commerciali, direttori *operations*, ecc.). Anche in questo caso i *temporary manager* comportano:

- un *surplus* di esperienza che può rivelarsi prezioso;
- disponibilità ad occupare in tempi brevi posizioni vacanti o su cui occorre realizzare una discontinuità;
- predisposizione a lavorare per il raggiungimento di obiettivi precisi a breve termine;
- flessibilità di utilizzo (*part time*, “*fractional*”, ecc.) che consente poi una *phase out* graduale ed un'ottimizzazione del costo.

In questi ultimi anni si sono sviluppate in Italia diverse società che ricercano e forniscono *temporary manager* con profili specifici alle PMI, spesso in situazione di crisi.

3.7 LE FUNZIONI DEL CRO NELLA FASE DI REDAZIONE DEL PIANO INDUSTRIALE

La quasi totalità delle aziende entrano in crisi finanziaria in conseguenza di una crisi industriale protratta e aggravatasi nel tempo. Se è la perdita di competitività che ha determinato la crisi finanziaria è in quell'area che occorre innanzitutto intervenire per risolverla: non ha senso affrontare una ristrutturazione finanziaria se non vengono risolte le criticità operative che hanno determinato l'insorgenza della crisi. Questa è la responsabilità fondamentale del CRO.

L'attività del CRO nella fase di costruzione del piano può essere schematizzata come segue:

a. Analisi delle cause della crisi

Il CRO deve comprendere rapidamente le cause della crisi e individuare a livello macro le azioni di cambiamento e ristrutturazione su cui occorre costruire il piano industriale. Per far questo si deve “immergere” nella realtà aziendale confrontandosi con tutta

l'organizzazione interna (dall'imprenditore ai dipendenti operativi) ma anche esterna (concorrenti, clienti, distributori, ecc.) e cercare di tradurre i fenomeni rilevati in *Key Performance Indicators* (KPIs) misurabili quali ad esempio: produttività, % di scarti, *on time delivery*, resi, contestazioni dei clienti, quote di mercato, rotazione degli *stock*, ecc. Il CRO deve individuare rapidamente le cause della crisi e le principali linee guida del piano di ristrutturazione; la prassi insegna che se nelle prime 2 settimane non individua con chiarezza le necessarie azioni di ristrutturazione non è adatto a ricoprire l'incarico.

b. Intervenire subito per “mettere in sicurezza” l'azienda

Il compito più urgente del CRO è “mettere in sicurezza” l'azienda sulla base dei livelli di fatturato attuali dove con questa espressione si intende portare l'azienda in una situazione di flussi di cassa operativi positivi o quantomeno in pareggio. È un'azione preliminare che consente di avere il tempo per affrontare la ristrutturazione vera e propria: se la gestione assorbe cassa la situazione diventa rapidamente insostenibile. Questo obiettivo deve essere raggiunto nel minore tempo possibile anche con misure drastiche; la rapidità di azione è fondamentale.

c. Definizione delle linee guida del piano industriale

Il cuore di un piano industriale sono le azioni di cambiamento e di ristrutturazione sul fronte operativo: si tratta di un elenco di interventi finalizzati al superamento delle criticità che hanno determinato l'insorgenza della crisi e sono le scelte più importanti per il successo di un intervento di risanamento. È opportuno cercare di focalizzare il piano industriale sulla ristrutturazione interna dei processi industriali e logistici nonché sugli interventi di efficienza delle strutture organizzative perché sono interventi che consentono di avere un certo controllo sui tempi e sui risultati.

Per la ristrutturazione interna possono essere individuate diverse aree di intervento:

1. messa in efficienza della struttura organizzativa e azione sui costi fissi;
2. selezione degli ordini alla luce della redditività effettiva;
3. efficientamento delle *performance* industriali (scarti, tempi di fermo macchina, *On Time Delivery*, tassi di difettosità, ecc.);
4. terziarizzazione delle attività inefficienti o, in alternativa, saturazione dei reparti con attività per conto terzi.

Gli interventi sui costi fissi sono solitamente quelli che danno il beneficio più immediato ma nel medio periodo spesso sono insufficienti e la riorganizzazione industriale deve essere sostenuta con cambiamenti più strutturali come quelli di cui ai punti 3 e 4. Tra le azioni di ristrutturazione non è stato volutamente inserito lo sviluppo del fatturato perché questo è per sua natura incerto nei tempi e nei risultati e non può essere il driver principale su cui si basa un piano di risanamento mentre può essere invece l'elemento che – una volta messa in sicurezza l'azienda – traina la crescita dei flussi di cassa nell'arco di piano; è bene tuttavia essere molto cauti nel fissare gli obiettivi perché con *target* troppo ambiziosi si corre il rischio di compromettere poi la possibilità di una corretta esecuzione del piano stesso.

Tutti gli attori coinvolti nel processo di ristrutturazione (creditori, commissario, attestatore, investitori, ecc.) guardano infatti con grande diffidenza ai piani che non sono basati su recuperi di competitività all'interno dell'organizzazione perché li ritengono ad alto rischio nei tempi e nei risultati.

È indispensabile utilizzare le risorse finanziarie disponibili che possono essere reperite nell'ambito nel processo di ristrutturazione finanziaria per realizzare gli interventi di riorganizzazione del *business*; un errore tipico è utilizzarle per finanziare perdite di esercizio nell'attesa che il fatturato si riprenda (“comprare tempo invece di investire nella ristrutturazione”).

- d. Messa a punto degli interventi nel dettaglio e negoziazione degli accordi sottostanti il Piano.

Una volta definite e concordate con tutti gli *stakeholder* le linee guida del piano è necessario:

- definire un piano di azione dettagliato;
- procedere all'*assessment* della struttura manageriale e decidere eventuali interventi di rinforzo con sostituzioni o con sostegno esterno con interventi di consulenti specializzati;
- negoziare con tutte le controparti gli accordi operativi su cui si dovrà basare il piano: accordi sindacali ed individuali, accordi con fornitori ed altre controparti per la rinegoziazione di contratti in essere, accordi con nuovi *partners* commerciali, accordi per la vendita di *assets*, definizione di contenziosi pendenti, ecc.

3.8 LA FASE DI ESECUZIONE DEL PIANO

Nella fase di esecuzione del Piano il *financial advisor* non è solitamente più presente perché ha esaurito il suo compito. In questa fase gli altri attori devono collaborare strettamente ma con ruoli diversi:

- il CRO mantiene il ruolo di responsabile per la gestione ordinaria e per l'implementazione degli interventi previsti a piano;
- 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'investitore professionale si occupa solitamente anche della gestione delle eventuali operazioni straordinarie previste.

3.8.1 L'*exit* di successo dall'investimento e il rientro *in bonis*

L'acquirente di UTP è per definizione un investitore finanziario e con il ritorno *in bonis* dell'azienda e il completamento del piano di ristrutturazione ha raggiunto il suo obiettivo di massimizzazione del valore: un'azienda risanata presenta per definizione un EBITDA decisamente superiore a quello prodotto all'avvio del progetto di risanamento e inoltre l'azienda torna ad essere valutata sulla base di multipli di EBITDA tipici del settore per le aziende *in bonis*. Questo doppio effetto sul valore assoluto della marginalità e del multiplo consente all'investitore un eccellente ritorno sul capitale investito che nei casi di successo non è infrequente possa arrivare al 100/200% nell'arco di 3 o 4 anni. A questo punto viene solitamente avviato il processo di *exit* che può richiedere anche 12/18 mesi per massimizzare il valore senza scadenze pressanti che potrebbero danneggiare la negoziazione.

Anche per l'azienda è preferibile che – una volta conclusa la ristrutturazione – avvenga un passaggio di testimone a livello di azionisti e anche di squadra manageriale perché deve essere avviata una nuova fase di sviluppo che richiede capacità e un'attitudine differente. Una volta conclusa la fase di ristrutturazione è frequente infatti 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; come abbiamo detto in precedenza, le caratteristiche di un CRO sono differenti da quelle di un *manager* di sviluppo e di crescita del *business*.

3.8.2 Il ruolo dell'investitore in caso di difficoltà nel *turnaround*

Il ruolo dell'investitore diventa decisivo in caso di difficoltà nella realizzazione del piano di *turnaround*. In questa situazione il CRO/AD che ha gestito il processo di ristrutturazione sta evidentemente incontrando ostacoli impreveduti e, sotto pressione, potrebbe perdere lucidità e la capacità di apportare rapidamente dei correttivi al piano tracciato. L'investitore invece è solitamente più distaccato ed è in grado di intervenire perché:

- ha tipicamente la capacità di monitorare costantemente l'andamento della gestione proporre azioni correttive o – se necessario – disporre cambiamenti nella squadra manageriale. Quest'attività va anche a beneficio dei creditori.
- dispone di risorse finanziarie per eventualmente sostenere ulteriormente la gestione aziendale.

Altro tipo di intervento si ha quando entra in gioco un investitore industriale, che sicuramente richiederà una forte discontinuità gestionale ed azionaria, ma per converso è in grado di assicurare importanti sinergie industriali e commerciali a tutto vantaggio dell'esito del risanamento. Nell'interloquire con le controparti industriali bisogna considerare soluzioni reali – anche se non facili da accettare – e non ipotesi di fantasia e di dubbia affidabilità e rispettabilità. Troppo spesso si sono viste aziende perdere opportunità di combinazioni industriali con concorrenti diretti e/o *partner* di settore già ben conosciuti, magari quando la crisi non era ancora acuta ed irreversibile. Quando la crisi è troppo avanzata spesso rimane spazio solo per soluzioni che disperdono i residui avviamenti ed attivi o ad interventi prettamente opportunistici.

3.9 CONCLUSIONI

In questo capitolo abbiamo scorso molto rapidamente ed in modo schematico il processo del *turnaround* e dei suoi attori. È un percorso difficile che richiede competenze tecniche e grande rapidità di azione ma che può creare un enorme valore per tutti gli attori coinvolti sia dal punto di vista finanziario che da quello sociale ed umano. Quando un progetto di *turnaround* va a buon fine è fonte di grandissima soddisfazione per tutti gli attori coinvolti e diventa un importante volano di ripresa che si allarga a tutto l'ambiente circostante: la filiera di appartenenza, le famiglie dei lavoratori, il territorio in cui insiste l'azienda e l'intero Paese.

4 GLI ASPETTI REGOLAMENTARI DEI CREDITI UTP

A cura di CLAUDIO BATTISTELLA,^[47] RICCARDO CAMMARATA,^[48]
SIMONE MASCELLONI,^[49] PAOLO RINALDI^[50]

4.1 LA DEFINIZIONE DI UTP E LA CIRCOLARE DI BANCA D'ITALIA

All'interno del diritto dell'Unione Europea, si è giunti a una definizione armonizzata di NPE (*Non Performing Exposure*), attraverso numerosi interventi normativi, l'ultimo dei quali è costituito dal Regolamento n.630/2019, che modifica il Regolamento n.575/2013 (c.d. CRR). Tale definizione si richiama, ampliandola e conferendole forza cogente, a quella contenuta all'interno degli Implementing Technical Standards (ITS) pubblicati dall'EBA in attuazione del Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione^[51] (sostituito, più di recente, dal Regolamento di Esecuzione n. 451/2021 della Commissione).

Ai sensi del nuovo art. 47 *bis* del Regolamento CRR, un'esposizione creditizia è classificata come NPE nei seguenti casi:

- a. se sia intervenuto un *default* ai sensi dell'articolo 178 Reg. CRR^[52];
- b. le esposizioni che si ritiene abbiano subito una riduzione di valore ai sensi della disciplina contabile applicabile;

⁴⁷ Come già definito al Capitolo secondo.

⁴⁸ Avvocato, associate di *La Scala società tra avvocati*, svolge la sua attività nel *team* contenzioso. Specializzato in Diritto Bancario e Finanziario, fornisce assistenza alle principali banche italiane in tutte le problematiche giuridiche connesse al contenzioso. All'interno dello Studio ha svolto altresì la sua attività nel *team* NPL.

⁴⁹ Avvocato, associate di *La Scala società tra avvocati*, svolge la sua attività nel *team* UTP. Specializzato in Diritto Bancario e Finanziario, svolge principalmente attività di consulenza in favore di enti creditizi e intermediari finanziari.

⁵⁰ Come già definito al Capitolo secondo.

⁵¹ Il par. 213 dell'all. 5 degli ITS, riferito all'all. 3 Reg. 680/2014, stabilisce che le esposizioni deteriorate sono le esposizioni significative scadute da oltre 90 giorni, oppure quelle per cui si ritenga improbabile che il debitore adempia integralmente alle proprie obbligazioni creditizie ("*unlikely to pay*" nella versione originale) senza la realizzazione delle garanzie, indipendentemente dall'esistenza di un importo scaduto o dal numero di giorni scaduti. Tale definizione è ripresa fedelmente da quella di *default* indicata all'art. 178 Reg. CRR.

⁵² *Cfr.* Nota 1.

- c. le esposizioni in prova ai sensi del comma 7 dello stesso articolo^[53], qualora siano state accordate misure di concessione^[54] aggiuntive o qualora le esposizioni siano scadute da oltre 30 giorni;
- d. le esposizioni in forma di impegno che, qualora utilizzato o altrimenti attivato, non verrebbe probabilmente rimborsato in modo integrale senza escussione delle garanzie reali;
- e. le esposizioni sotto forma di garanzia finanziaria che sarebbe probabilmente attivata dalla parte garantita, compresi i casi in cui l'esposizione garantita sottostante soddisfa i criteri per essere considerata deteriorata.

Si nota, quindi, che, ai sensi del Regolamento CRR, la nozione di *default* può essere dovuta a un elemento di natura soggettiva (ossia, il giudizio di improbabilità dell'adempimento) oppure di natura oggettiva (un conclamato ritardo dell'adempimento). La definizione di NPE contenuta nell'ordinamento italiano trae ovviamente origine da quella prevista a livello comunitario. Nell'ordinamento italiano, la disciplina sulle esposizioni finanziarie deteriorate è concentrata in alcune Circolari di Banca d'Italia^[55].

Tra queste, si ricordano anzitutto la Circolare 154/1991 (*"Segnalazioni di vigilanza delle istituzioni creditizie e finanziarie. Schemi di rilevazione e istruzioni per l'inoltro dei flussi informativi"*; ultimo aggiornamento del 26 ottobre 2021), nonché le Circolari 285 e 286/2013 (contenenti rispettivamente *"Disposizioni di vigilanza per le banche"* e *"Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni prudenziali per i soggetti vigilati"* e aggiornate al 20 luglio 2021 e al 23 giugno 2020).

La fonte più significativa ai nostri fini è, però, la Circolare 272/2008 (c.d. matrice dei conti), la quale contiene le regole per la compilazione delle segnalazioni statistiche di

⁵³ Ai sensi del comma 7, un'esposizione è in prova se abbia cessato di essere deteriorata e soddisfi le seguenti condizioni: a) siano trascorsi almeno due anni dalla data in cui l'esposizione oggetto di misure di concessione sia stata riclassificata come esposizione *in bonis*; b) siano stati effettuati pagamenti regolari e a scadenza per almeno la metà del periodo in cui l'esposizione è in prova, con conseguente pagamento di un sostanziale importo aggregato di capitale o interessi; c) nessuna delle esposizioni verso il debitore è scaduta da oltre 30 giorni.

⁵⁴ Si veda al proposito il successivo paragrafo 2.3.3. Si tratta, in breve, di modifiche alle condizioni del contratto originale della linea di credito concessa dalla banca al suo cliente per agevolarlo nell'estinzione del debito: per esempio, un aumento della durata del piano di ammortamento a fronte della riduzione del valore di ogni singola rata.

⁵⁵ Cfr. ALESSANDRO BOTTINO e LUCA LOVERA, *"Le esposizioni finanziarie bancarie deteriorate"*, Giuffrè 2020, pag. 24.

vigilanza, su base individuale, che le banche italiane e le filiali italiane di banche estere trasmettono alla Banca d'Italia. La Circolare comprende quattro sezioni che contengono dati statistici, di bilancio, nonché informazioni relative a patrimonio di vigilanza e coefficienti prudenziali.

La Circolare n. 272/2008 precisa che ai fini delle segnalazioni statistiche di vigilanza, le esposizioni creditizie deteriorate sono ripartite nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili (*unlikely to pay*), esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate.

La classificazione delle esposizioni nelle tre categorie dovrà essere univoca tra i soggetti ricompresi nel perimetro delle segnalazioni di vigilanza su base consolidata, sulla base di una valutazione condivisa sullo stato di deterioramento del cliente (ivi inclusa l'insolvenza) che tenga conto di tutti gli elementi informativi a disposizione del gruppo.

Procedendo nel dettaglio, sono considerate "sofferenze" il complesso delle esposizioni creditizie per cassa e fuori bilancio nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca.

Sono definite, invece, "esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate" le esposizioni creditizie per cassa, diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili, che, alla data di riferimento della segnalazione, siano scadute o sconfinanti. Le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate possono essere determinate facendo riferimento, alternativamente, al singolo debitore o alla singola transazione.

Più articolata appare, invece, la definizione di "inadempienze probabili" (*unlikely to pay*). La categoria delle inadempienze probabili (o UTP) viene introdotta per la prima volta in occasione del settimo aggiornamento della Circolare n. 272/2008 del 20 gennaio 2015 (attualmente la Circolare è arrivata al quindicesimo aggiornamento del 26 ottobre 2021)^[56]. La classificazione di un credito tra gli UTP è, innanzitutto, il risultato del giudizio della banca circa l'improbabilità che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie.

⁵⁶ Prima del 2015 si utilizzava la categoria delle partite incagliate, che fino al sesto aggiornamento della predetta Circolare del 30 settembre 2014 era definita come l'insieme delle esposizioni per cassa e fuori bilancio (finanziamenti, titoli, derivati, *etc.*) nei confronti di soggetti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, di cui sia prevedibile la rimozione in un congruo periodo di tempo.

Tale valutazione va operata in maniera indipendente dalla presenza di eventuali importi (o rate) scaduti e non pagati. Come specificato nella stessa Circolare 272, non è pertanto necessario attendere il sintomo esplicito di anomalia (il mancato rimborso), laddove sussistano elementi che implicano una situazione di rischio di inadempimento del debitore. Si tratta di un elemento importante, specie in occasione della valutazione del credito delle imprese che hanno fatto ricorso alle moratorie introdotte dal legislatore emergenziale.

La Circolare specifica, poi, che il complesso delle esposizioni per cassa e fuori bilancio verso un medesimo debitore che versa nella suddetta situazione è denominato “inadempienza probabile”, salvo che non ricorrano le condizioni per la classificazione del debitore fra le sofferenze^[57].

Inoltre, sempre secondo la Circolare, tra le inadempienze probabili vanno inclusi, salvo che non ricorrano i presupposti per una loro classificazione fra le sofferenze:

- a. il complesso delle esposizioni nei confronti di soggetti per i quali ricorrono le condizioni per una loro classificazione fra le inadempienze probabili e che presentano una o più linee di credito che soddisfano la definizione di “*Non-performing exposures with forbearance measures*” di cui all’Allegato V, Parte 2, paragrafo 262 degli ITS;
- b. il complesso delle esposizioni verso gli emittenti che non abbiano onorato puntualmente gli obblighi di pagamento (in linea capitale e/o interessi) relativamente ai titoli di debito quotati. A tal fine si riconosce il “periodo di grazia” previsto dal contratto o, in assenza, quello riconosciuto dal mercato di quotazione del titolo;
- c. il complesso delle esposizioni verso debitori che hanno proposto il ricorso per concordato preventivo c.d. “in bianco” (ex art. 161 L.Fall.), così come nel caso di domanda di concordato con continuità aziendale (ex art. 186 bis L.Fall.). In entrambi i casi tali esposizioni sono classificate come UTP «*dalla data di presentazione della domanda e sino a quando non sia nota l’evoluzione dell’istanza*».

⁵⁷ Le sofferenze, lo ricordiamo brevemente, identificano il credito verso un soggetto che si trova ormai in stato di insolvenza (anche se non accertato giudizialmente) o in una situazione sostanzialmente equiparabile, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita della banca.

Nel caso di ricorso *ex art.* 161 L.Fall., la Circolare fa comunque salva la possibilità per gli enti creditizi, «nella loro responsabile autonomia», di classificare le esposizioni come sofferenze al ricorrere di «elementi obiettivi nuovi»^[58]. Restano, poi, tra le sofferenze quelle esposizioni che erano già in sofferenza al momento della presentazione della domanda.

Benché l'UTP non rappresenti un'esposizione per cui vi sia necessariamente già intervenuto un inadempimento (pur potendo includere tale ipotesi), nelle intenzioni del Regolatore esso rappresenta uno stato amministrativo del merito creditizio del debitore peggiore rispetto all'esposizione scaduta e/o sconfinante deteriorata (ma, comunque, non della sofferenza). Infatti, sempre secondo la Circolare, un'esposizione creditizia originariamente allocata tra le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate va ricondotta fra le inadempienze probabili (sempreché non ricorrano le condizioni per la classificazione fra le sofferenze) qualora tale classificazione rappresenti meglio il successivo peggioramento del merito creditizio del debitore.

Infine, la Circolare offre una particolare agevolazione per i soggetti *retail*^[59], prevedendo che le esposizioni verso tali clienti possono essere classificate nella categoria delle inadempienze probabili a livello di singola transazione, sempreché la banca valuti che non ricorrano le condizioni per classificare in tale categoria il complesso delle esposizioni verso il medesimo debitore.

4.2 LE DISPOSIZIONI REGOLAMENTARI EUROPEE: *GUIDELINES BCE/EBA*

La necessità di ridurre in modo sostenibile gli NPL all'interno dei bilanci bancari ha dettato l'azione della vigilanza bancaria europea nei confronti degli istituti di credito: le iniziative al riguardo si sono basate prima sull'esame della qualità degli attivi delle

⁵⁸ In assenza di una definizione più puntuale, è lecito immaginare come possano rientrare tra gli "elementi obiettivi nuovi" il sopravvenire di circostanze che, non conosciute al momento della presentazione del ricorso, ne possano compromettere l'omologazione, ovvero l'esecuzione del Piano (sebbene non ne sia ancora noto l'esito: per esempio, l'intervenuto peggioramento delle condizioni del mercato in cui opera il debitore ricorrente).

⁵⁹ Vale a dire, i clienti non professionali, così come indicati dall'art. 4, c. 1, n. 11, della Direttiva 65/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio (c.d. MiFID II).

banche vigilate (*Asset Quality Review* – AQR), poi sugli *stress test*, e infine mediante il coordinamento continuativo tramite i gruppi di vigilanza congiunta (*Joint Supervisory Team* - JST), stabilmente residenti in ciascun gruppo bancario.

Al termine di un lungo lavoro del “gruppo di alto livello” che aveva come obiettivo l’individuazione delle migliori prassi (*best practices*), e dopo una fase di libera consultazione iniziata già nel 2016, a marzo 2017 BCE ha emanato delle linee guida – destinate nell’ambito del meccanismo unico di vigilanza alle istituzioni bancarie di maggiore dimensione (*Significant Institutions* - SI) – le quali rappresentano le aspettative della vigilanza bancaria per il futuro. Nell’ottobre 2018 EBA ha ulteriormente integrato con propri orientamenti sulla gestione delle esposizioni deteriorate ed oggetto di concessioni. Il presente paragrafo descrive il contenuto dei predetti documenti, per quanto applicabile agli UTP, essendo i medesimi rivolti all’intera macro-categoria degli NPEs e dunque parzialmente anche alle sofferenze.

Il quadro che si presentava al regolatore evidenziava un elevato livello di incidenza degli NPL, con tassi di copertura (accantonamenti) relativamente bassi, un elevato livello di esposizioni oggetto di concessioni (*forborne*) e un *Texas Ratio*⁶⁰ elevato.

Le *guidelines* sono un documento complesso, che fornisce indicazioni di natura prevalentemente qualitativa, e destinato ad essere applicato da parte di ciascun istituto sulla base della logica abituale di *comply or explain* che da sempre contraddistingue l’approccio di BCE. Il regolare meccanismo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process* - SREP) tiene conto delle linee guida: i JST sono chiamati ad interagire con le singole banche per applicare le *guidelines*, attendendosi che queste ultime vi aderiscano con proporzionalità ed urgenza in funzione della portata e della gravità dei problemi che devono essere affrontati.

Nel presente paragrafo si farà riferimento agli UTP anche se talvolta si utilizzerà l’espressione riferita alla generale categoria degli NPE, la quale include non solo UTP

⁶⁰ Il *Texas Ratio* è un indicatore che presenta al numeratore i crediti deteriorati netti e al denominatore il patrimonio netto tangibile della banca (ossia al netto degli intangibili): si tratta di un indice che presenta dati preoccupanti al crescere del suo valore, sino a giungere a valori sopra al 100%, che rappresentano una situazione di pericolo. Il *Texas Ratio* deriva il suo nome dal Texas dove il banchiere GERARD CASSIDY della RBC Capital Markets lo creò negli anni Ottanta per la valutazione delle banche dello stato dopo una catena di fallimenti che ne aveva mandato in *default* alcune centinaia a seguito di una crisi immobiliare. Nella versione originale, infatti, al numeratore venivano sommati ai crediti deteriorati anche le attività immobiliari controllate dalla banca.

ma anche sofferenze e *default* derivanti da past-due secondo la nuova definizione: i termini UTP e NPE saranno comunque da considerarsi sinonimi a fini espositivi, salvo diversa indicazione.

4.2.1 Cambiamento di strategia

Le *guidelines* dedicano un intero capitolo all'impostazione e gestione della strategia della banca riguardo agli UTP: l'obiettivo è quello di gestire e poi ridurre la loro consistenza e del miglioramento della capacità di recupero dei medesimi, in modo chiaro, credibile e praticabile per ciascun portafoglio rilevante. Nell'ambito della elaborazione ed attuazione della strategia sugli UTP, la banca deve valutare il contesto operativo, elaborare la strategia dandosi obiettivi di tipo quali-quantitativo su molteplici orizzonti temporali, nonché attuare il piano operativo implementando anche modifiche organizzative e nei processi per consentire da un lato una piena integrazione della strategia UTP con i processi gestionali della banca, dall'altro un efficace riesame e monitoraggio della sua concreta attuazione.

a. Valutazione del contesto operativo

La banca deve comprendere il proprio contesto operativo sia internamente – attraverso autovalutazione – sia esternamente.

La valutazione interna richiede un *assessment* della dimensione e dell'evoluzione del portafoglio UTP, tramite una sua adeguata segmentazione e l'esame delle matrici di transizione di stato⁶¹ distinte per portafogli rilevanti, nonché degli altri elementi di eventuale correlazione e nessi di causalità. Occorre inoltre verificare anche a livello di storicità le misure intraprese per la gestione degli UTP in passato (incluse le misure di concessione) e il loro tasso di successo – nel ritorno *in bonis* del credito ovvero nel recupero dell'incasso.

A livello interno, la strategia deve esaminare anche la capacità operativa della banca (procedure, strumenti, qualità dei dati, automazione, personale, processo decisionale,

⁶¹ Le matrici di transizione di stato rappresentano un elemento fondamentale di monitoraggio degli UTP e dei crediti deteriorati in genere, e presentano periodicamente le variazioni degli stati di classificazione dei crediti (da *stage* 1 a 2 a 3 e viceversa) insieme alle relative variabili che ne hanno comportato la modifica di stato. Si tratta di elementi che vengono tenuti costantemente monitorati al fine di comprendere eventuali problematiche di classificazione e di gestione inerenti i segmenti o i singoli *file*.

policy) per la gestione degli *early warnings*, delle misure di *forbearance*, degli accantonamenti, delle garanzie (incluse quelle escusse), nonché delle segnalazioni e del monitoraggio ed efficacia delle misure adottate. Il tutto deve tradursi in una relazione interna che deve essere predisposta annualmente ed inviata alla vigilanza.

A livello esterno, la strategia deve esaminare le aspettative di parti esterne (agenzie di *rating*, analisti di mercato, centri di ricerca e naturalmente clienti) riguardo ai livelli di UTP attesi e alle relative coperture, per poter fare raffronti e *benchmark* non solo tra *competitors* nazionali ma internazionali. La nascita di un mercato (quantomeno primario) anche per gli UTP rende attuali anche valutazioni sulla domanda, sul *servicing* e sul quadro normativo e regolamentare ad esso relativo.

La strategia deve infine delineare le conseguenze patrimoniali da essa derivanti, in termini di quadro di riferimento per la determinazione della propensione al rischio (*Risk Appetite Framework - RAF*) e di processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (*Internal Capital Adequacy Assessment Process - ICAAP*).

b. Elaborazione della strategia

Una volta segmentato il portafoglio UTP, ed esaminato il contesto operativo di partenza, la banca deve individuare le diverse opzioni strategiche disponibili per ciascun segmento, tra le quali le principali sono quella di mantenere la posizione in bilancio (anche ricorrendo a misure di concessione) ovvero quella di esternalizzare il *servicing* della posizione o cancellarla.

Nel primo caso, la detenzione del credito da parte della banca dipende dal modello operativo e dalle competenze interne esistenti (come mappate in precedenza), sia con riferimento alla valutazione dei debitori e dell'adeguatezza delle misure di concessione, sia riguardo alla capacità di gestione operativa dei crediti UTP.

Qualora non vi siano le condizioni di cui sopra, la banca potrà optare per una politica di esternalizzazione del solo *servicing* o anche di riduzione attiva del relativo segmento di portafoglio: quest'ultima attività è fortemente connessa all'adeguatezza delle coperture, alla valutazione delle garanzie e a un chiaro contesto operativo di come viene valorizzata la posizione dal mercato lato domanda da parte degli investitori in crediti UTP.

Le operazioni di cartolarizzazione e/o *derisking* relative agli UTP possono portare benefici alle banche in termini di finanziamento, di gestione della liquidità, di specializzazione ed efficienza; dalle stesse può inoltre derivare anche un beneficio per il debitore, laddove esso possa accedere a fonti di finanziamento alternative al credito bancario fornitegli dall'investitore o dalla piattaforma di investimento/*servicing* coinvolta nel processo. Tale beneficio di accelerazione della *waterfall* può riverberarsi anche in sede negoziale, mediante una migliore valorizzazione del credito sottostante, specialmente laddove l'investitore possa assicurare un'integrale sostituzione delle linee di credito acquisite con nuova finanza fresca anche di tipo autoliquidante.

Una volta identificate le opzioni disponibili, la banca inserirà nella propria strategia tali opzioni con obiettivi di portafoglio di lungo periodo, divisi per segmenti e alla luce delle attività di *benchmarking* intraprese nella prima fase.

Successivamente si passerà alla definizione di un piano operativo che declina la strategia in attività e obiettivi di breve-medio periodo, e che rappresenti anche i relativi assetti organizzativi e di *governance*, includendovi le risorse necessarie (comprese quelle tecnologiche e umane) ed i relativi investimenti.

c. Attuazione del piano operativo e integrazione della strategia

L'attuazione del piano operativo per la gestione dei crediti UTP richiede politiche e procedure adeguate, unitamente a strutture di *governance* idonee^[62], e una integrazione della strategia a tutti i livelli dell'organizzazione, incluso quello operativo. Ciò interviene tramite uno scambio di informazioni adeguato, identificando in modo chiaro e documentato i ruoli e le responsabilità che devono essere ben distinte rispetto a quelle che gestiscono la strategia sugli NPL, per competenze, incentivi, obiettivi manageriali e verifica dei risultati. Questa separazione è alla base anche delle diverse tecniche operative e di implementazione della strategia, e non consente un facile bilanciamento dei carichi di lavoro in presenza di drastici mutamenti dei contesti operativi ovvero degli equilibri tra NPL e UTP.^[63]

⁶² Si veda il successivo paragrafo 2.4.2.

⁶³ Negli ultimi anni la fortissima attività di *derisking* di NPL da parte delle SI ha comportato un sempre maggior peso relativo degli attivi UTP rispetto agli NPL.

4.2.2 Governance ed assetti operativi interni alla banca

La strategia di gestione degli UTP, insieme al relativo piano operativo, è approvata da parte del C.d.A. della banca con frequenza annuale e riesaminata regolarmente da parte dell'organo amministrativo, il quale ne supervisiona l'attuazione. Esso definisce anche gli obiettivi gestionali, gli incentivi e le procedure e le politiche facenti parte del piano operativo.

a. Modello operativo e strutture interne

Le *guidelines* propongono un vero e proprio modello operativo, nel tempo consolidatosi all'interno delle SI^[64] italiane, con unità organizzative distinte e specializzate nella gestione degli NPL, e che si sono progressivamente ulteriormente specializzate distinguendo la fase del *workout* tipica dei crediti *gone concern* da quella del *management* dei crediti UTP.

Questa separazione non riguarda solamente la relazione con la clientela ma abbraccia anche i processi decisionali, e prevede una strutturazione del modello operativo sulla base delle fasi del ciclo di vita delle NPE (all'interno dei quali trovano posto gli UTP):

- Lievi ritardi di pagamenti fino a 90 gg: raccolta di informazioni e accordi iniziali con il debitore (PFN, esame dello stato della documentazione del prestito, delle garanzie, livello di cooperazione, ecc.); segmentazione dei segmentano i debitori, determinando la strategia di recupero più idonea. Possono già essere concesse misure di concessione a breve termine per stabilizzare la PFN del debitore in attesa di definire una strategia idonea per il recupero. La banca dovrebbe ricercare soluzioni volte a migliorare la propria posizione.
- Scaduto con maggiore anzianità/ristrutturate/*forborne*: questa fase verte sull'attuazione e formalizzazione di accordi di ristrutturazione/concessione con il debitore; essi vengono stipulati solo se le valutazioni evidenziano opzioni economica-

⁶⁴ *Significant Institutions* (SI): la definizione deriva dal regolamento SSM e dal relativo *framework* regolamentare. Per diventare una SI, occorre che la banca integri uno dei seguenti criteri di significatività (*Significance Criteria*):

1. La banca presenta un totale degli attivi superiore a € 30 miliardi.
2. La banca presenta importanza economica, per lo specifico paese o per l'economia UE nel suo complesso.
3. La banca ha un totale degli attivi *cross-border* superiore a € 5 miliardi e un rapporto >20% tra attività/passività *cross-border* in più di un paese membro / totale delle attività/passività.
4. La banca ha richiesto o ricevuto finanziamenti dall'ESM (*European Stability Mechanism*) o dall'*ESM Facility*.

In ogni caso una banca supervisionata può anche essere considerata *significant* se è una delle tre più significative banche di uno specifico paese.

mente sostenibili. Occorre una fase di monitoraggio come minimo di un anno – in linea con il periodo di rientro *in bonis* nella definizione di NPE adottata dall'ABE.

- Liquidazioni/recupero crediti/procedimenti giudiziari/escussioni di garanzie: non ci sono misure di *forbearance* economicamente sostenibili, sia per la situazione finanziaria che per il livello di cooperazione. Occorre valutare i costi ed i benefici delle diverse opzioni di liquidazione, incluse quelle giudiziarie ed extragiudiziarie. Servono competenze legali e di liquidazione.

La banca è dunque chiamata a costituire, organizzare, gestire e monitorare unità dedicate agli NPE sia per le fasi del ciclo di vita, sia per i diversi portafogli nel caso (es. real estate), formalizzando in modo adeguato i criteri di riclassificazione e trasferimento della posizione da una unità all'altra.

b. Risorse necessarie

Un'efficace gestione degli UTP è possibile solo tramite un'adeguata segmentazione del portafoglio, ottenibile grazie a sistemi informativi appropriati e dati di *input* di elevata qualità, pervenendo a portafogli a livello di classe di attività o di settore e poi ulteriormente in base alla strategia di risoluzione proposta e al livello di difficoltà finanziaria del debitore.

Forte *focus* viene posto sulle risorse umane dedicate alla gestione degli UTP, riguardo alle quali occorre una proporzionalità in termini di quantità e qualità rispetto agli attivi da gestire, e un approccio mirato sia all'incremento delle competenze ed esperienze (anche tramite assunzione di persone esterne ovvero accesso a risorse indipendenti e qualificate) nonché al monitoraggio della performance individuale e di gruppo, in termini di KPI legati agli obiettivi strategici e di piano operativo.

Anche le risorse tecniche assumono un ruolo fondamentale, specialmente nella gestione degli UTP, in quanto l'accesso a dati e documenti rilevanti diviene essenziale per la comprensione delle dinamiche competitive specie in ambito corporate, laddove il monitoraggio della performance finanziaria del debitore rispetto al piano (ove esistente) e alle misure di *forbearance* adottate risulta determinante per la valutazione dell'adeguatezza della strategia e delle coperture.

c. Controlli

Le *guidelines* approcciano poi due temi essenziali riguardo a crediti per i quali la fase del *lending* è estremamente rara e *taylormade*: il sistema dei controlli e il monitoraggio dell'attività di gestione.

I controlli sugli UTP sono articolati su tre livelli:

- Controlli di primo livello: sono svolti all'interno delle unità operative titolari dei rischi della banca nel recupero degli NPL e della loro gestione, e ricadono nella responsabilità dei dirigenti delle unità operative stesse.
- Controlli di secondo livello: assicurano che la prima linea operi come auspicato, controllo dei rischi, conformità normativa e altre funzioni di assicurazione della qualità. Monitorano e quantificano i rischi inerenti, esaminano la *performance* del modello di gestione, assicurano la qualità, verificano gli indirizzi e la coerenza. Particolare rilevanza assumono sempre più i controlli sugli *Early Warnings* - EW in termini di efficacia dei modelli predittivi interni e dei relativi accantonamenti sui crediti in *watchlist*.
- Controlli di terzo livello, eseguiti dall'*internal auditing*.

d. Monitoraggio degli UTP e della relativa attività di recupero

Riguardo al monitoraggio degli UTP e delle relative attività di gestione/recupero, la banca deve procedere a rilevare gli obiettivi approvati nella strategia e nei piani operativi, fino a quelli delle singole unità, tramite KPI che misurino i progressi. Occorre definire bene i processi per assicurarsi che gli esiti del monitoraggio abbiano un collegamento con le attività aziendali connesse. I KPI possono essere così raggruppati:

- Metriche aggregate per gli NPL
 - > Incidenza e livello di copertura: livelli assoluti e relativi di NPL, *past due*, garanzie escusse e *forborne performing*; livelli di accantonamenti e di garanzie e coperture. Le informazioni vengono segmentate sulla base di *vintage*, tipologia di garanzia, paese, regione di esposizione, tempi di recupero, modello *going concern* o *gone concern*. Queste informazioni vengono poi rese oggetto di comparazione con enti analoghi nonché analisi di coerenza tra stime e previsioni di perdite.
 - > Flussi di NPL, tassi di *default*, tassi di migrazione e probabilità di *default*: ven-

gono misurati mediante l'utilizzo di matrici di transizione, stimandone i tassi mensilmente e verificando che non decada la qualità del portafoglio.

- Accordi con il cliente e recuperi per cassa
 - > Accordi programmati / realmente conclusi.
 - > % accordi che si traduce in pagamenti o riconoscimenti di debito.
 - > Recuperi per cassa in assoluto e % nonché distinti tra pagamenti del cliente e altre forme di incasso.
 - > Promesse di pagamento effettuate e mantenute, rispetto a non mantenute.
 - > Misure di concessioni totali e a lungo termine stipulate con il debitore.

- Misure di concessione^[65]
 - > Vanno monitorate sia in termini di efficienza (volume dei finanziamenti, tempi di negoziazione) che di efficacia (grado di successo). Occorre verificare la qualità delle misure, che non devono procrastinare l'insolvenza, distinguendo tra misure sostenibili e strutturali rispetto a quelle temporanee di breve termine. Costituiscono oggetto di monitoraggio anche le posizioni *forborne performing in bonis*.
 - > Efficienza: volume (numero e valore) delle valutazioni sottoposte ad approvazione; volume delle modifiche concordate con il debitore nel tempo; valore e numero delle posizioni risolte in un certo tempo.
 - > Efficacia: tasso di rientro *in bonis*/di *redefault*, da calcolare a 12 mesi dalla data di modifica contrattuale, per segmento di credito; tipologia di misura di concessione; tasso di recuperi per cassa; cancellazione degli NPL

- Liquidazioni
 - > Azioni legali ed escussione delle garanzie: monitorare volumi e tassi di recupero, in termini di durata e di perdite.
 - > Conversione del debito in attività / azioni: serve piano industriale adeguato, limitarsi ad attività dove ci sono competenze sufficienti e il mercato consenta di ricavare il valore.

⁶⁵ Si veda il successivo paragrafo 2.3.3.

- Altri indicatori di monitoraggio
 - > Voci di conto economico
 - > Garanzie escusse: volume, anzianità, copertura, flussi di garanzie escusse
 - > Indicatori di EW: matrici di transizione tra livelli di scaduto e indicatori di efficacia di EW
 - > Altre informazioni: efficienza ed efficacia delle esternalizzazioni

e. Meccanismi di allerta precoce (Early Warnings - EW) / categorie sotto osservazione

Particolare attenzione viene riservata dalle *guidelines* agli *early warnings*, che devono essere oggetto di specifica procedura, la quale comporta i seguenti passaggi:

- Motori di EW: occorre sviluppare motori di EW per ciascun portafoglio, da calcolare su base mensile (in taluni segmenti anche con frequenza inferiore), sia a livello di portafoglio e di singolo debitore:
 - > a livello di debitore: sulla base di dati interni o esterni, anche comportamentali, studi di settore o di agenzie di *rating*;
 - > a livello di portafoglio: si procede alla sua segmentazione per linee di attività, classi di clientela, area geografica.
- Segnali di allerta automatici e misure di intervento: devono esser trasmessi almeno mensilmente, con un processo di *escalation* prestabilito. Viene previsto il coinvolgimento di unità dedicate nella valutazione della situazione finanziaria del cliente e nell'analisi di potenziali soluzioni con la controparte.
- Segnali di allerta derivanti dalla relazione con il cliente.

f. Comunicazioni all'autorità di vigilanza

Tutte le modifiche rilevanti e strutturali al modello operativo per la gestione degli NPL o al sistema dei controlli devono essere oggetto di tempestiva comunicazione all'autorità di vigilanza competente.

4.2.3 Le misure di tolleranza (*forbearance*)

Gli enti creditizi possono decidere di adottare nei confronti del debitore misure di tolleranza, volte a riportarlo in una situazione di rimborso sostenibile: tali azioni, che

devono tenere conto dell'ammontare dovuto e della riduzione al minimo delle perdite, sono disciplinate dall'allegato V al regolamento di esecuzione UE n. 680/2014.

Le misure di tolleranza sono concessioni nei confronti di un debitore che si trova (o è in procinto di trovarsi) in difficoltà a rispettare i propri impegni finanziari; le concessioni possono consistere in:^[66]

- una modifica dei termini e delle condizioni di un contratto che il debitore è considerato incapace di rispettare^[67] a causa di difficoltà finanziarie che determinano una insufficiente capacità di servizio del debito, e che non sarebbe stata concessa se il debitore non si fosse trovato in difficoltà finanziarie
- un rifinanziamento totale o parziale di un debito problematico, che non sarebbe stato concesso se il debitore non si fosse trovato in difficoltà finanziarie.

La valutazione delle difficoltà finanziarie del debitore si basa solo sui suoi flussi di cassa, senza tenere conto delle garanzie reali o di altra natura; al riguardo gli enti creditizi devono considerare queste presunzioni relative:

- esposizione scaduta da più di 30 giorni nel corso dei tre mesi prima della modifica dei termini o del rifinanziamento;
- aumento delle PD della classe di *rating* interno nel corso dei tre mesi prima della modifica dei termini o del rifinanziamento;
- presenza dell'esposizione in watchlist nel corso dei tre mesi prima della modifica dei termini o del rifinanziamento.

Non tutte le modifiche dei termini o i rifinanziamenti sono misure di *forbearance*, ma solo quelle nei confronti di debitori in difficoltà finanziarie (o che vi andrebbero senza tale misura). D'altro canto, la vigilanza teme l'utilizzo di misure di tolleranza che non affrontino l'eccesso di indebitamento rispetto alla capacità di rimborso del debitore, con una funzione meramente dilatoria del *default*.

Il concetto di misure di tolleranza (*forbearance*) è completamente trasversale rispetto a quelli di NPL, UTP, *past due* e *watchlist* (*monitoring*). Esso può dunque interessare an-

⁶⁶ Un elenco completo di misure di *forbearance* si trova nell'Allegato V degli *Orientamenti EBA sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessione* del 31 ottobre 2018.

⁶⁷ Non necessariamente deve trattarsi di un debitore che ha presenta già obbligazioni scadute.

che debitori ancora *in bonis*, con misure di diversa durata: ci possono essere misure con orizzonti temporali di breve e di lungo periodo, in linea con la natura e la scadenza dei finanziamenti sottostanti.

La concessione di misure di tolleranza può anche comportare la classificazione dell'esposizione a deteriorata; questo accade se le esposizioni:

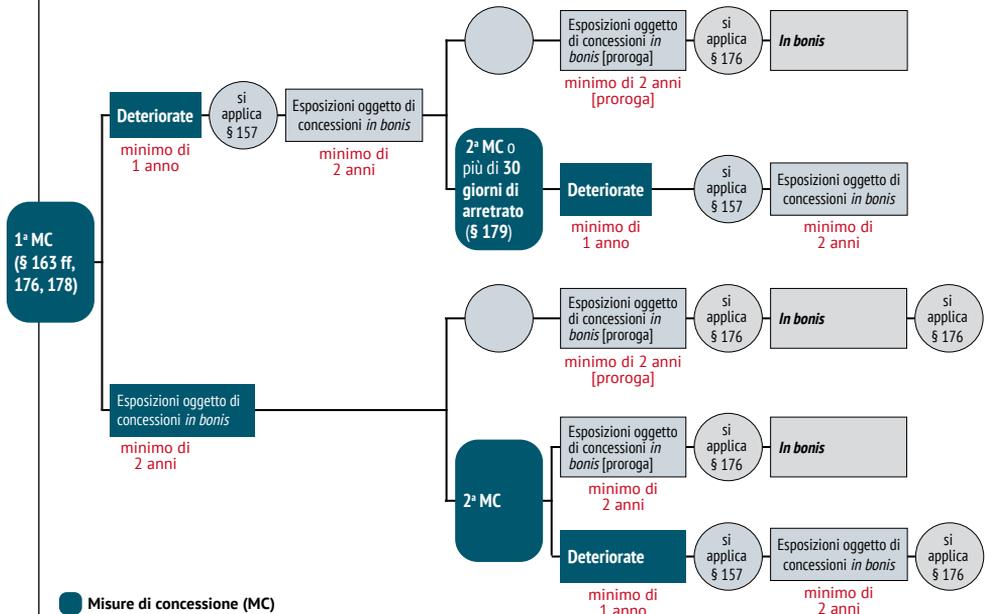
- a. presentino piani di rimborso inadeguati (iniziali o successivi, a seconda dei casi) che prevedano, tra l'altro, la ripetuta inosservanza del piano, modifiche al piano volte a evitare violazioni oppure ad aspettative di base che non siano corroborate da previsioni macroeconomiche o da ipotesi attendibili relative alla capacità di rimborso o alla disponibilità del debitore;
- b. includano condizioni contrattuali che ritardano il regolare rimborso delle rate relative all'operazione, in modo tale da ostacolarne la valutazione ai fini di una classificazione appropriata, come nel caso in cui vengano concessi periodi di tolleranza per il rimborso del capitale di durata maggiore ai due anni;
- c. presentino importi cancellati dal bilancio che superano le perdite cumulate legate al rischio di credito di NPE con un profilo di rischio analogo.

Decorso un anno di tempo dalla data in cui l'esposizione è stata considerata deteriorata, in presenza di pagamenti regolari da parte del debitore degli importi precedentemente scaduti o pari all'importo oggetto di cancellazione, e dopo aver valutato che non vi è più inadempienza probabile, l'esposizione può essere classificata *in bonis*, ma sempre *forborne*.

Essa rimarrà tale per ulteriori due anni di osservazione, salvo che non vi siano ulteriori misure di concessione, ovvero uno scaduto superiore a 30 giorni – circostanze che comporteranno invece una riclassificazione a deteriorata. Decorsi due anni di *under probation period*, se dall'esame della situazione finanziaria del debitore non ci sono più le condizioni per considerare deteriorata l'esposizione, il debitore ha fatto pagamenti di importo non irrilevante per almeno metà del periodo di osservazione e non ci sono importi scaduti da oltre 30 giorni alla fine del periodo, l'esposizione rientrerà *in bonis*. Le *guidelines* prevedono che le misure di concessione non superino i due anni, quando il debitore ha subito un evento identificabile con vincoli di liquidità temporanei, ha

adempito ai propri obblighi contrattuali prima di esso, e ha una chiara disponibilità a collaborare con la banca.

Illustrazione delle misure di concessione nel contesto della definizione di NPE



Misure di concessione (MC)

- Passaggio da deteriorate a *in bonis* di esposizioni oggetto di concessioni
- Passaggio da *in bonis* a deteriorate di esposizioni oggetto di concessioni

Fonti e note della figura: tutti i paragrafi rimandano all'allegato V, parte II, del Regolamento (UE) n. 680/2014.

§ 157

- ✓ un anno dalle misure di concessione
- ✓ nessun importo scaduto in seguito alle misure di concessione
- ✓ pagamenti di importi precedentemente scaduti o cancellati
- ✓ nessuna ulteriore operazione nella categoria delle esposizioni deteriorate (in caso di valutazione del deterioramento a livello di singolo debitore).

§ 176

- ✓ periodo di osservazione di almeno due anni dal rientro *in bonis*
- ✓ pagamenti regolari di più di un importo aggregato irrilevante di interessi/capitale nell'arco almeno di 1 anno
- ✓ nessuna ulteriore operazione nella categoria delle esposizioni scadute da più di 30 giorni

Fonte: Guidelines credito deteriorato EBA.

Gli enti creditizi devono poi distinguere tra le misure di concessione economicamente sostenibili e non sostenibili, dove la valutazione di sostenibilità viene effettuata da

parte della banca in base ad elementi oggettivamente verificabili (ad esempio un'attestazione o un IBR), dimostrando che a partire dalla data di scadenza delle misure temporanee a breve termine il debitore avrà la capacità di rimborso necessaria.^[68]

Le misure di breve periodo sono sostenibili quando la banca dimostra in base a informazioni finanziarie documentate e ragionevoli che il debitore ha capacità di rimborso, sia per quanto riguarda l'importo originario che quello modificato, al termine del periodo di tolleranza, e la stessa esposizione non è oggetto di più misure di concessione consecutiva.

Una misura di concessione a lungo termine è sostenibile quando la banca documenta ragionevolmente che il debitore può sostenerla in base ai propri flussi di cassa, la soluzione dei problemi è integrale e si prevede una significativa riduzione dell'indebitamento nel medio-lungo periodo; se ci sono state misure di *forbearance* precedenti, la banca porta direttamente all'organo decisionale di alto livello la decisione.

Le misure di *forbearance* devono essere oggetto di un'apposita *policy*, la quale non solo disciplini il processo e le procedure di riconoscimento delle stesse, e la loro descrizione, ma anche i requisiti di informazione per la valutazione della sostenibilità economica *ex-ante*, nonché processi e metriche di misurazione dell'efficienza e dell'efficacia delle misure di concessione.

La necessità di monitoraggio delle misure di concessione riguarda il grado di successo della misura, il rispetto degli obblighi contrattuali da parte del debitore e se il debitore sia *in bonis*. A seconda del portafoglio e della tipologia di misura di concessione, si misurano tassi di rientro in bonis e tasso di esposizione riclassificato come deteriorato, il tasso di recuperi per cassa, e le cancellazioni. Il criterio che l'ente creditizio deve seguire prima di optare per la misura di concessione è comunque sempre basato sul NPV e in particolare sulla selezione dell'opzione di recupero delle NPE più adatte.

⁶⁸ Un elenco degli ambiti principali di analisi nel contesto della valutazione della disponibilità finanziaria presente e futura è fornito da BCE:

- reddito regolare/ricorrente;
- spesa;
- altre attività;
- altri debiti;
- ragionevoli spese di sostentamento;
- prospettive occupazionali;
- attrattiva/prospettive dell'immobile o degli immobili;
- flussi di cassa e piano industriale (Cfr. anche la sezione 6.2.4);
- disponibilità a rimborsare (profilo comportamentale passato) e atteggiamento collaborativo.

4.2.4 Rilevazione degli UTP

La rilevazione degli UTP ai fini della vigilanza interviene secondo quanto previsto dalla sezione 5 degli orientamenti EBA sull'applicazione della definizione di *default*, e dal Regolamento UE 575/2013, all'art. 178 *paragrafo 1, lett. a)*, nonché *paragrafo 3), lett. a)-b)-c)-d)*; in particolare, la *lettera a)* del *paragrafo 1)* indica la definizione generale di UTP, già fornita:

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

Il *paragrafo 3)* fornisce invece indicazioni riguardo agli elementi da utilizzare per rilevare l'esposizione, tra i quali:^[69]

- nel caso in cui l'interesse connesso alle obbligazioni creditizie non sia più iscritto nel conto economico dell'istituto a causa della diminuzione della qualità creditizia dell'obbligazione;
- quando intervengono rettifiche specifiche di valore sui crediti (*Specific Credit Risk Adjustments - SCRA*): vi sono perdite derivanti dalla valutazione a *fair value*, ovvero perdite derivanti da eventi presenti o passati che incidono su un'esposizione individuale significativa, vale a dire che l'ente considera deteriorata la posizione dal punto di vista contabile con riduzione di valore;
- la banca cede il credito subendo una riduzione di valore significativa^[70];
- la banca acconsente a una ristrutturazione onerosa del credito, rappresentata da remissione sostanziale del debito, differimento dei pagamenti di interesse o di capitale^[71].

Vi sono naturalmente possibilità per gli istituti di introdurre ulteriori indicazioni di probabile inadempimento, sulla base di *policy* distinte o in base a parametri automa-

⁶⁹ Vengono escluse dal presente lavoro le ulteriori indicazioni che EBA e BCE forniscono relativamente alle istanze fallimentare.

⁷⁰ Tecnicamente, quando la perdita economica connessa alla cessione delle obbligazioni creditizie supera il 5% del valore contabile dell'esposizione.

⁷¹ La soglia di significatività della riduzione è fissata nell'1% del valore attuale netto dei flussi di cassa previsti ai sensi delle obbligazioni contrattuali originarie.

tici o con valutazioni caso per caso. Le fonti di informazioni possono essere interne o esterne. Alcuni esempi di informazioni interne sono i seguenti:

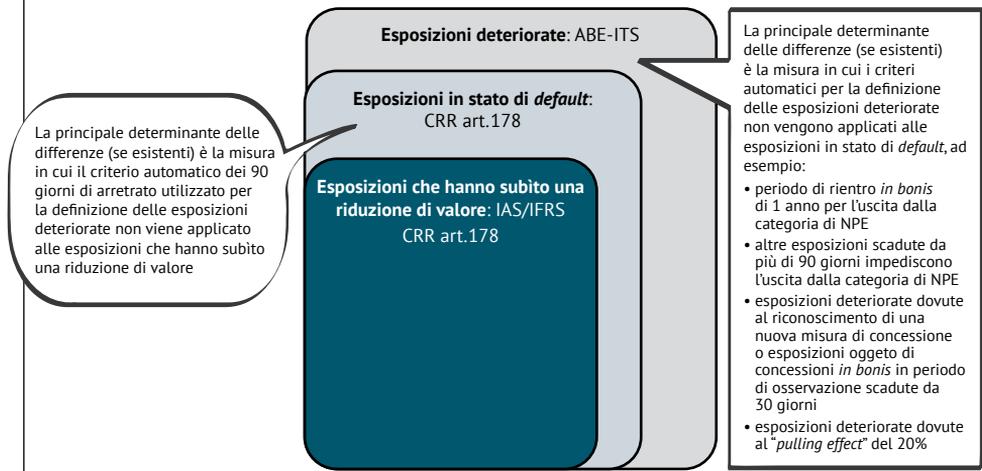
- a. le fonti del reddito ricorrente del mutuatario non sono più disponibili per far fronte al pagamento delle rate;
- b. sussistono ragionevoli preoccupazioni circa la futura capacità del mutuatario di generare flussi di cassa stabili e sufficienti;
- c. il livello della leva finanziaria complessiva del mutuatario è aumentato in maniera significativa o vi sono giustificate aspettative di tali variazioni della leva finanziaria;
- d. il mutuatario ha violato le clausole accessorie di un contratto di credito;
- e. l'ente ha esercitato qualsiasi forma di collateral, fra cui una garanzia;
- f. per le esposizioni verso un individuo: il *default* di una società completamente di proprietà di una persona fisica, qualora quest'ultima abbia fornito all'ente una garanzia personale per tutte le obbligazioni della società;
- g. per le esposizioni al dettaglio, alle quali si applichi la definizione di *default* a livello di una singola linea di credito, la circostanza che una parte significativa dell'intera obbligazione del debitore è in stato di *default*;
- h. la segnalazione di un'esposizione come deteriorata in conformità all'Allegato V del Regolamento di Esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione, del 16 aprile 2014, modificato dal Regolamento di Esecuzione (UE) n. 2015/227 della Commissione, tranne nel caso in cui le autorità competenti abbiano sostituito i 90 giorni con 180 giorni di arretrato in conformità all'art. 178, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento (UE) n. 575/2013.

Tra le informazioni di fonte esterna, alcuni esempi:

- a. la registrazione nel relativo registro di credito di ritardi significativi nei pagamenti;
- b. la crisi del settore in cui opera la controparte unita a una posizione di debolezza della stessa controparte in questo settore;
- c. la scomparsa di un mercato attivo di un'attività finanziaria dovuta a difficoltà finanziarie del debitore;
- d. l'informazione, pervenuta a un ente, che una terza parte, in particolare un altro ente, ha presentato istanza di fallimento o di un'analoga tutela del debitore.

L'ambito di rilevazione degli NPE (e dunque degli UTP) va analizzato nella duplice prospettiva di vigilanza e contabile. La vigilanza europea ha fornito una definizione di NPE che supera le differenze di definizione riguardanti i concetti di "riduzione di valore"^[72] e di *default*^[73]. Le attività che hanno subito una riduzione di valore a livello contabile in seguito a IFRS9 sono sempre da considerarsi deteriorate, così come le esposizioni che si trovano in stato di *default* a causa della CRR (tipicamente in conseguenza di un *past due 90* per importo significativo). Il rapporto tra le diverse definizioni è quello esposto nella figura sotto:

Rapporto illustrativo tra le definizioni di NPE, esposizioni in stato di *default* ed esposizioni che hanno subito una riduzione di valore



Sebbene possano esservi differenze a livello di classificazione per la maggioranza delle esposizioni i tre concetti sono allineati (**esposizioni che hanno subito una riduzione di valore = esposizioni in stato di default = esposizioni deteriorate**).

Fonte: Guidelines credito deteriorato EBA.

Sono deteriorate non solo le esposizioni in *default* o quelle *impaired* contabilmente (le quali possono potenzialmente non presentare ancora alcun importo scaduto), ma anche

⁷² *Impaired asset* ai sensi dell'IFRS 9.

⁷³ Definizione di cui al paragrafo 2.4.

quelle per le quali ad esempio c'è un periodo di rientro *in bonis* di un anno per l'uscita dalla categoria di NPE, altre esposizioni scadute da oltre 30 giorni impediscono l'uscita da NPE, o concessioni deteriorate a seguito di nuove misure di *forbearance*, ad esempio. Mentre per individuare una posizione a *default* i criteri sono eminentemente quantitativi, quelli per la classificazione della posizione a UTP sono in gran parte qualitativi, e gli indicatori di inadempienza probabile sopra esposti devono essere catalogati in eventi UTP tali da assicurare una loro applicazione omogenea a livello di gruppo. La banca analizza questi indicatori per la clientela non al dettaglio attraverso l'informativa di bilancio obbligatoria ovvero altri dati richiesti, con cadenza che può essere anche infrannuale per i clienti identificati come finanziariamente deboli.

La vigilanza ha predisposto un elenco di indicatori di inadempienza probabile (eventi UTP) che attivano lo stato deteriorato. In bianco vi sono gli indicatori, e in grigio gli esempi. →

Tavola 2: Interrelazione tra gli indicatori di inadempienza probabile che attivano lo stato deteriorato, di default e di riduzione di valore [74]

Eventi UTP ai sensi dell'articolo 178 del CRR	Segnali dello stato di riduzione di valore ai sensi dello IAS 39, paragrafo 59	Eventi UTP che attivano lo stato deteriorato
<p>Paragrafo 1, lettera a): l'ente giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie verso l'ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni.</p>	<p>a) significative difficoltà finanziarie dell'emittente o debitore.</p>	<p>Bianco: indicatori Grigio: esempi</p>
		<p>Il prestito è accelerato o richiamato</p>
		<p>L'ente ha esercitato una qualsiasi forma di garanzia, tra cui una garanzia personale (ABE)*</p>
		<p>Azione legale, esecuzione o esecuzione forzata per la riscossione dei crediti</p>
		<p>Ritiro della licenza del debitore **)</p>
		<p>Il debitore è coobbligato con un debitore principale che si trova in stato di <i>default</i></p>
		<p>Proroghe/estensioni di prestiti oltre il termine della vita economica ***)</p>
		<p>Proroghe/estensioni nel caso in cui sia probabile una perdita economica significativa (indicatore: pagamenti balloon, pagamenti fortemente crescenti)</p>
		<p>Molteplici ristrutturazioni di una medesima esposizione</p>
		<p>Le fonti del reddito ricorrente del debitore non sono più disponibili per far fronte al pagamento delle rate (ABE); il cliente diventa disoccupato e il rimborso è improbabile</p>
		<p>Sussistono ragionevoli preoccupazioni circa la futura capacità di un debitore di generare flussi di cassa stabili e sufficienti (ABE)</p>
		<p>Il livello della leva finanziaria complessiva del debitore è aumentato in maniera significativa o vi sono giustificate aspettative di tali variazioni della leva finanziaria (ABE); il capitale di rischio si riduce del 50% entro un periodo di segnalazione a causa di perdite</p>
		<p>Per le esposizioni verso un individuo: il default di una società completamente di proprietà di una persona fisica, qualora quest'ultima abbia fornito all'ente una garanzia personale per tutte le obbligazioni della società (ABE)</p>
		<p>Un'attività finanziaria è stata acquistata o originata con un significativo sconto che riflette il deterioramento della qualità creditizia del debitore (ABE)</p>
<p>Per le esposizioni al dettaglio, alle quali si applichi la definizione di default a livello di una singola linea di credito, la circostanza che una parte significativa dell'intera esposizione nei confronti del debitore è in stato di default (ABE)</p>		
<p>Il tasso di copertura del servizio del debito indica che il debito non è sostenibile</p>		
<p>Credit default swap (CDS) a 5 anni superiori a 1.000 punti base negli ultimi 12 mesi</p>		
<p>Perdita di un cliente o locatario di rilievo</p>		
<p>Calo significativo del fatturato/dei flussi di cassa operativi (20%)</p>		

* L'esercizio di una garanzia reale o personale significa di norma che la definizione di deterioramento è direttamente soddisfatta (escussione delle garanzie reali).

⁷⁴ La tavola, presente nelle *Guidelines Credito Deteriorato EBA*, non intende fornire una corrispondenza precisa tra i criteri per la classificazione come NPE e le indicazioni di inadempienza probabile o i criteri contabili per la definizione di esposizione che hanno subito una riduzione di valore, bensì intende evidenziare somiglianze e possibili sovrapposizioni.

- ** Il ritiro di una licenza è particolarmente rilevante nel contesto di società, quali banche e compagnie di assicurazione, che necessitano di una licenza pubblica per svolgere la loro attività. In alcuni Stati membri ciò può riguardare anche imprese operanti in settori quali: telecomunicazioni e mezzi di informazione, farmaceutico, minerario ed estrattivo e trasporti.
- *** Il concetto di vita economica riveste particolare importanza per i prestiti nell'ambito del project finance. In generale, il flusso di cassa netto atteso da un progetto durante la sua vita economica dovrebbe essere superiore agli obblighi connessi al prestito, compresi gli interessi. Dopo il termine della vita economica, i flussi di cassa sono di norma meno attendibili e programmabili per fattori quali l'obsolescenza, la necessità di considerevoli reinvestimenti o interventi di ristrutturazione e la crescente probabilità di guasti tecnologici. La vita economica non corrisponde al termine massimo, che può o dovrebbe essere approvato al momento dell'erogazione di un prestito. Nondimeno, è prevedibile che un debitore si trovi in difficoltà finanziarie se i flussi di cassa generati da un progetto non sono sufficienti ad assicurare l'assolvimento degli obblighi connessi al prestito entro la vita economica del progetto stesso.
- **** I prestiti assistiti da garanzie reali (*asset-based*) possono assumere diverse forme: Lombard, su margine, con garanzie immobiliari (quali i prestiti vitalizi ipotecari), garantiti da crediti *ecc.* Tuttavia, sono accomunati dal fatto che l'ente non fa affidamento sul reddito o sui flussi di cassa del debitore per il rimborso, ma presta fondi a fronte di un'attività in garanzia. I debitori sono di norma tenuti a mantenere un determinato rapporto fra credito e valore della garanzia per l'intera durata del prestito. Tale rapporto può anche assumere la forma di una clausola accessoria che impegna a una quota minima di risorse proprie, ad esempio nel caso di finanziamento immobiliare. Se viene superato, il debitore deve ricostituire la quota di risorse proprie ("richiesta di margini") oppure l'ente creditizio ha il diritto di richiamare il prestito e vendere le garanzie reali. Di norma le banche prevedono altresì requisiti iniziali di capitale proprio significativamente più elevati per i prestiti assistiti da garanzie reali che per quelli garantiti, è richiesto per mantenere un cuscinetto a fronte della volatilità del prezzo delle garanzie reali e per coprire il costo della vendita di queste ultime.

4.3 IL CALENDAR PROVISIONING E LA NUOVA DEFINIZIONE DI DEFAULT

4.3.1 Le fonti normative e la disciplina del *Calendar Provisioning*

L'aumento dei crediti deteriorati (crediti scaduti, inadempienze probabili e sofferenze) è il principale rischio che le banche italiane si trovano oggi a fronteggiare. Negli ultimi anni, tuttavia, il rapporto tra capitale di migliore qualità e attivi ponderati per il rischio è più che raddoppiato; lo *stock* dei crediti deteriorati delle banche italiane si è ridotto di oltre due terzi rispetto al picco del 2015.

Questi progressi sono stati ottenuti anche grazie alle riforme regolamentari realizzate a livello internazionale a seguito della crisi finanziaria del 2007-2011, tra le quali rientrano due misure particolarmente importanti, ossia l'applicazione di un approccio "di calendario" alle svalutazioni sugli NPL (*non-performing loans*) e la nuova definizione di *default* prudenziale.

Queste regole, in sostanza, sono state pensate per indurre le banche a classificare correttamente i prestiti, a riconoscere prontamente le perdite e a gestire in modo attivo i crediti deteriorati.

Quando si parla di *Calendar Provisioning* si fa riferimento ad un insieme di regole di fonte europea, introdotte con l'obiettivo di migliorare la qualità degli attivi delle banche, riducendo le esposizioni *non-performing* in modo sostenibile, attraverso un piano graduale di accantonamento prudenziale.

Il *Calendar Provisioning*, in altri termini, prevede la svalutazione integrale dei crediti deteriorati secondo scadenze prestabilite. Esso mira ad assicurare che i crediti deteriorati non si accumulino nei bilanci bancari senza adeguate rettifiche di valore.

In questo senso si pone, anzitutto, l'intervento della BCE che nel marzo 2017 ha emanato le Linee Guida per le banche sui crediti deteriorati⁷⁵, contenente raccomandazioni, misure e *best practices*. Tali Linee Guida sono rivolte unicamente alle c.d. "Significant Institutions" dell'area Euro ("SI"), essendo queste le sole sottoposte alla vigilanza diretta della BCE.

⁷⁵ In https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf

Nondimeno, per colmare il vuoto normativo nei confronti delle banche *Less Significant (LS)*, nel gennaio 2018 la Banca d'Italia ha pubblicato le proprie Linee Guida, che riproducono fedelmente quelle della BCE senza differenze di rilievo⁷⁶.

Con le predette linee guida è stato richiesto agli intermediari con elevati livelli di NPL un credibile piano di riduzione di questi crediti. Più in particolare, le Linee guida raccomandano alle SI di dotarsi di una strategia gestionale delle sofferenze, definita sulla base di un'autoanalisi delle proprie capacità gestionali, del contesto esterno in cui operano e delle caratteristiche dei portafogli deteriorati. Solo in seguito alla predetta autoanalisi la SI provvederà a valutare e selezionare le migliori scelte gestionali per il recupero della posizione.

Il *Calendar Provisioning* è stato introdotto proprio con un *Addendum* a tali Linee Guida, che la BCE ha pubblicato il 15 marzo 2018 e denominato precisamente "*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*".

L'*Addendum* prevede, infatti, che nella gestione delle banche adottino il cosiddetto "approccio di calendario" ("*Calendar Provisioning*"), che impone loro di svalutare gradualmente le esposizioni, classificate come NPE a partire dal 1 aprile 2018, fino a raggiungere la svalutazione integrale (al 100%) alla fine di un predeterminato periodo. In altre parole, vengono indicati i livelli di accantonamento prudenziale minimo da mantenere per le esposizioni classificate come NPE a partire dal 1 aprile 2018.

L'*Addendum* distingue tra NPE garantite e non garantite, stabilendo che i crediti deteriorati a partire dal momento in cui vengono classificati come tali, ancorché già erogati, dovranno essere svalutati integralmente (100%) entro 2 anni se non garantiti o entro 7 anni se garantiti. Tuttavia, l'*Addendum* per evitare un incremento brusco e repentino dei livelli di accantonamento (effetto "*cliff edge*"), ha previsto, unicamente per i crediti garantiti, un'adeguata progressione nelle aspettative di vigilanza, a partire dal momento in cui l'esposizione viene classificata come deteriorata, sulla base di un per-

⁷⁶ In <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Linee-Guida-NPL-LSI.pdf>. Sul punto, Cfr. Ginevra, Schettini, Consoli, Sardo, La futura evoluzione degli Npl in Italia: una proposta per gli Utp a sostegno delle imprese, in Bancaria Editrice, 2019, 5.

corso crescente a cominciare dal terzo anno^[77].

Nel 2018, con un comunicato stampa dell'11 luglio, la BCE ha deciso di estendere l'approccio di calendario, a partire dal 2021, anche ai crediti deteriorati in essere prima dell'aprile 2018. Più precisamente, la BCE ha dettato le aspettative di vigilanza in tema di accantonamenti sulle consistenze di NPL, destinate ad assumere rilevanza nell'ambito del dialogo tra soggetto vigilato e vigilante attraverso l'invio delle c.d. *srep letters* alle singole banche, alle quali è stata lasciata la possibilità di motivare la legittimità di taluni scostamenti, al fine di evitare l'applicazione, da parte della stessa BCE, di una misura di vigilanza.

Occorre comunque osservare come le prescrizioni contenute nell'*Addendum* e Linee Guida non sono vincolanti per le SI (concernendo i requisiti del secondo pilastro di Basilea III), le quali possono anche discostarsene pur fornendo adeguata motivazione a richiesta espressa dell'Autorità di vigilanza (c.d. *comply or explain*). Inoltre, per quanto riguarda la posizione interna, è bene ricordare che a differenza di quanto fatto con le Linee Guida, la Banca d'Italia non ha esteso l'*Addendum* alle banche LS^[78].

Allo scopo di istituire un meccanismo prudenziale idoneo a consentire a tutte le banche di affrontare meglio eventuali crisi di liquidità, si è reso quindi necessario trasporre l'istituto del *Calendar Provisioning* all'interno di un regolamento, e precisamente nel Regolamento (EU) 2019/630 del Parlamento Europeo e del Consiglio (norma di primo pilastro), che, modificando in parte il Regolamento (EU) 2013/575 del Parlamento Europeo e del Consiglio ("CRR"), recante i requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento, ha introdotto una nuova disciplina in tema di copertura minima per le NPE.

In sostanza, il legislatore europeo ha inserito all'interno del Regolamento CRR una norma, nota come *backstop* prudenziale, che richiede alle banche un approccio simile a quello previsto dall'*Addendum*. Questa norma è vincolante e si applica a tutte le banche dell'Unione (incluse quindi le banche meno significative).

⁷⁷ Più in dettaglio, si prevede che per i crediti garantiti la banca a partire dal terzo anno di anzianità come NPE dovrà operare un accantonamento prudenziale pari al 40% del suo valore; a partire dal quarto anno l'accantonamento dovrà essere incrementato fino al 55%; dopo il quinto anno fino al 70%; dopo il sesto anno fino al 85%; e dopo il settimo anno dovrà raggiungere la svalutazione integrale al 100%.

⁷⁸ Sul punto, Cfr. BASSAN, *Unlikely to pay regulation and management, the new challenges*, in *Bancaria*, 2019, 3.

Per quanto qui ci occupa, tale regolamento stabilisce il trattamento prudenziale che le banche sono tenute a riservare alle esposizioni deteriorate derivanti da prestiti erogati a partire dal 26 aprile 2019, imponendo alle stesse di operare una deduzione dei fondi propri per quei crediti deteriorati non sufficientemente coperti da accantonamenti prudenziali o altre rettifiche (*Cfr.* il nuovo art. 469 *bis*).

A tal fine, anche il regolamento distingue tra crediti garantiti e crediti non garantiti, operando però una ulteriore distinzione all'interno della prima tipologia di crediti. Nello specifico, il regolamento dispone che per i crediti sprovvisti di garanzie (*"Unsecured"*) andrà creato un *buffer* al 35% dopo due anni e al 100% dopo 3 anni; mentre, con riguardo ai crediti provvisti di garanzia (*"Secured"*) – al contrario di quanto prevede l'*Addendum*, che non opera alcuna sottoclassificazione di tali ultimi crediti – si distingue tra: (i) crediti garantiti da beni mobili (*Secured by movable collateral*) per i quali gli accantonamenti andranno portati gradualmente al 100% nell'arco di 7 anni, decorrenti dalla data in cui l'esposizione è stata classificata come deteriorata, secondo il seguente ordine di svalutazione: al 25% dopo il terzo anno di anzianità, al 35% dopo il quarto anno, al 55% dopo il quinto anno, all'80% dopo il sesto anno e integralmente dopo il settimo anno; (ii) mentre, con riguardo ai crediti garantiti da beni immobili (*Secured by immovable collateral*) gli accantonamenti prudenziali andranno portati gradualmente al 100% nell'arco 9 anni, decorrenti dalla data in cui l'esposizione è stata classificata come deteriorata, sulla base del seguente ordine di svalutazione: al 25% dopo il terzo anno di anzianità, al 35% dopo il quarto anno, al 55% dopo il quinto anno, al 70% dopo il sesto anno, all'80% dopo il settimo anno, all'85% dopo l'ottavo anno e integralmente dopo il nono anno (*Cfr.* il nuovo art. 47 *quater*).

Con l'intento di armonizzare il sistema di regole sopra indicato, nell'agosto 2019 la BCE è poi intervenuta nuovamente con la *"Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE"*, chiarendo gli aspetti inerenti agli orientamenti sulle NPE pubblicati dall'ABE, fornendo maggiori dettagli in merito alle aspettative di vigilanza della BCE sugli accantonamenti per le consistenze di NPE e illustrando l'interazione tra le aspettative della BCE relative alla copertura delle NPE nell'ambito del secondo pilastro e le norme prudenziali di primo pilastro.

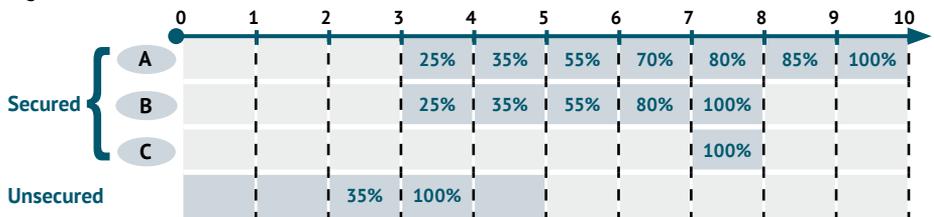
Inoltre, in data 24 giugno 2020 è stato pubblicato il Regolamento (EU) 2020/873 del Par-

lamento Europeo e del Consiglio, il quale, nell’ambito di una serie di interventi di modifica del CRR utili a fronteggiare l’emergenza connessa alla diffusione del Covid-19, ha modificato il Regolamento 2019/630, puntualizzando il ruolo delle garanzie pubbliche. Alla luce del quadro normativo appena rappresentato, il perimetro di applicazione del *Calendar Provisioning* può quindi essere distinto in tre diversi livelli, a seconda delle caratteristiche delle NPE:

1. crediti in portafoglio che hanno raggiunto lo status di deteriorato dal 1 aprile 2018 in poi, la cui data di origination risulti pari o successiva al 26 aprile 2019 (c.d. perimetro “*Pillar 1*” introdotto dal Regolamento 630/2019);
2. crediti in portafoglio che hanno raggiunto lo status di deteriorato dal 1 aprile 2018, la cui data di origination risulti antecedente al 26 aprile 2019 (c.d. perimetro “*Pillar 2 Addendum*”);
3. crediti in portafoglio che hanno raggiunto lo status di deteriorato antecedentemente al 1 aprile 2018 (c.d. perimetro “*Pillar 2 Stock*” che viene gestito nell’ambito della c.d. “*srep letter*” annuale inviata alle singole banche).

Con riferimento al perimetro *Pillar 1*, i target variano quindi in funzione del periodo di permanenza a deteriorato (*vintage*) e della tipologia di garanzia:

Ingresso a NPE



Secured by:

- A. Immobili idonei in base ai criteri CRR;
- B. Altre forme di garanzia idonee in base ai criteri CRR;
- C. Garanzia/assicurazione di agenzia ufficiale per il credito all’esportazione ed altre garanzie ai sensi dell’articolo 1 del Regolamento UE n. 2020/873 (c.d. “*Quick fix*”).

Fonte: AIFIRM (Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers), Position Paper n. 23 “Implementare il Calendar Provisioning: regole e impatti”, in www.aifirm.it.

Con riferimento al perimetro *Pillar 2 Addendum*, i *target* sono i medesimi previsti per il perimetro Pillar 1 in funzione di vintage e garanzie, fatta eccezione per il trattamento specifico delle esposizioni *forborne ex art. 47-quater* comma 6 della nuova CRR.

Con riferimento al *Pillar 2 Stock*, viene richiesto un livello di copertura minimo a partire dalla fine del 2020 sulle esposizioni con vintage superiore ai 7 anni o ai 2 anni, in base alla presenza o meno di garanzie. Ogni banca è stata ricondotta ad uno dei tre raggruppamenti (illustrati nella seguente figura), a cui sono state associate diverse richieste di copertura minima in funzione della effettiva sostenibilità da parte degli istituti stessi. Le richieste di copertura minima incrementano del 10% l'anno fino al raggiungimento del 100%:

	GRUPPO 1		GRUPPO 2		GRUPPO 3	
NPE secured (≥7 years from the classification as NPE)	2020	60%	2020	50%	2020	40%
	2024	100%	2025	100%	2026	100%
NPE unsecured (≥2 years from the classification as NPE)	2020	70%	2020	60%	2020	50%
	2023	100%	2024	100%	2025	100%

Fonte: AIFIRM (Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers), Position Paper n. 23 "Implementare il Calendar Provisioning: regole e impatti", in www.aifirm.it

4.3.2 Gli effetti del *Calendar Provisioning* sulla gestione degli UTP

Il nuovo regime, imponendo alle banche maggiori oneri patrimoniali e/o di conto economico, porterà le stesse a rivedere le strategie e le modalità di gestione dei crediti deteriorati. Per effetto del nuovo quadro normativo, pertanto, gli interventi di *forbearance* operati dalle banche dovranno essere oggetto di un attento ripensamento anche dal punto di vista gestionale.

In particolare, come osservato da AIFIRM (*Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers*) nel Position Paper n. 23 “*Implementare il Calendar Provisioning: regole e impatti*”^[79], dovrà essere posta particolare cura nella definizione di condizioni che possano essere rispettate con continuità da parte del cliente, anche attraverso la ricerca di una maggiore sostenibilità nella definizione delle stesse, pur assicurandosi che abbiano carattere adeguatamente risolutivo. Sarà, infatti, sempre più cruciale la tempestività nella definizione delle rinegoziazioni e la capacità di ottenere, attraverso di esse, le condizioni per una riclassifica all’interno delle esposizioni performing con tempistiche in linea con il *probation period*.

Nei casi ove ciò non fosse possibile, sarà fondamentale per le banche definire condizioni misurabili ed oggettive per poter supportare il c.d. processo di “*explain*”, in modo da rafforzare la richiesta di esenzione per le esposizioni che possono essere considerate *performing* dal punto di vista creditizio. In tale ambito, risulterà sicuramente necessario codificare in modo sempre più puntuale i c.d. *covenant contrattuali* e tracciarne il rispetto da parte del cliente, oltre che acquisire e registrare con maggiore frequenza i risultati finanziari pianificati ed effettivi.

Ove poi una nuova erogazione creditizia conducesse a esiti eccessivamente penalizzanti dal punto di vista dell’assorbimento di capitale, le banche potrebbero individuare interventi alternativi, facendo transitare la nuova finanza attraverso controparti terze non soggette a *Calendar Provisioning* oppure trasformando i crediti in capitale.

Ulteriori soluzioni potrebbero includere un maggiore sviluppo dei fondi ad apporto, anche da parte di gruppi di banche che conferiscono crediti simili in cambio di quote. Tali fondi, nati con un’ottica vicina alle cessioni/cartolarizzazioni di crediti non performing, potrebbero svilupparsi anche come acquirenti di crediti oggetto di concessione ma non deteriorati, consentendo di anticipare nel tempo l’alleggerimento patrimoniale di cui la banca potrebbe beneficiare solamente all’esito del ritorno *in bonis*.

Sempre secondo AIFIRM, nei piani di ristrutturazione in cui risultano coinvolte più banche creditrici, è importante che non si arrivi, per mezzo del *Calendar Provisioning*, a

⁷⁹ In <https://www.aifirm.it/wp-content/uploads/2020/10/2020-Position-Paper-23-Calendar-Provisioning.pdf>.

una presunzione di recupero sostanzialmente nulla, che sarebbe incoerente con i contenuti del piano di ristrutturazione e potrebbe esporre le banche anche a conseguenze legali. In ogni caso, in presenza di più banche, il *Calendar Provisioning* andrebbe applicato in modo identico a tutte, per garantire un trattamento uguale tra creditori ed evitare che quelli maggiormente penalizzati possano far fallire l'accordo.

Il fenomeno del multi-affidamento – cioè la prassi di affidare soggetti già esposti verso altre banche, in un'ottica di suddivisione mutualistica del rischio – può infatti generare criticità in relazione al nuovo regime di *Calendar Provisioning*.

In primo luogo, sebbene i meccanismi di propagazione del *default* (ad esempio attraverso la Centrale dei Rischi) tendano a rendere più simile, tra banche diverse, la data di classificazione come credito deteriorato, è comunque possibile riscontrare scostamenti che conducono a significative differenze di vintage su uno stesso debitore. In secondo luogo, l'elevata frammentazione del debito limita la relazione banca-impresa, rendendo più difficile un percorso condiviso di ripristino dell'operatività aziendale. In terzo luogo, il multi-affidamento genera un'esigenza di coordinamento in fase di recupero, anche in relazione alla scelta tra possibili accordi di ristrutturazione del debito e l'avvio di procedure concorsuali. La cessione del credito a un operatore specializzato, decisa dai creditori a maggioranza, potrebbe quindi favorire la sintesi dei diversi interessi privatistici e l'efficientamento della ristrutturazione attraverso un unico interlocutore.

4.3.3 La nuova definizione di *default*

L'effetto delle regole in materia di *Calendar Provisioning* rischia di essere ulteriormente amplificato dall'interazione con altre normative che incidono direttamente e/o indirettamente sui crediti deteriorati o sulle variabili che ne determinano l'emersione, come, ad esempio, la nuova definizione di *default* introdotta dal legislatore europeo.

La nuova definizione di *default* è contenuta negli Orientamenti EBA/GL/2016/07 del 18 gennaio 2017 e nel Regolamento delegato UE 2018/171 del 19 ottobre 2017. I primi non hanno valenza normativa, mentre il secondo consente all'autorità competente di esercitare una discrezionalità con riferimento alle soglie di rilevanza.

Le nuove regole, che sono entrate in vigore in data 1 gennaio 2021, vanno sostanzialmente ad integrare l'articolo 178 del Regolamento (UE) 575/2013 ("*Capital Requirements Regulation*, o "CRR") che, come noto, considera un debitore in *default* (cioè "non

performing”) qualora si verifichi almeno uno dei seguenti eventi:

- a. la banca giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l’escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie verso l’ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni;
- b. il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su una obbligazione creditizia rilevante verso l’ente, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni.

La nuova disciplina⁸⁰, dunque, prevede per i debitori in arretrato che:

- per esposizione rilevante si intende un ammontare superiore a 500 euro (relativamente a uno o più finanziamenti) e che rappresenti più dell’1% del totale delle esposizioni creditizie. Per i privati e per le piccole e medie imprese (da intendersi come le imprese che hanno esposizioni nei confronti della stessa banca di ammontare complessivamente inferiore a 1 milione di euro), la soglia di rilevanza dei 500 euro è ridotta a 100 euro;
- per la classificazione a *default* della controparte, è necessario il superamento congiunto di entrambe queste soglie (quella in valore assoluto e quella in termini percentuali) per 90 giorni consecutivi;
- non è consentito – al fine di evitare il superamento delle soglie – impiegare le somme ancora disponibili su una o più linee di credito per compensare gli sconfinamenti in essere su altre linee relative alla medesima controparte.

La nuova disciplina, inoltre, prevede che:

- nel caso in cui i pagamenti definiti nel contratto di credito originario siano stati sospesi e/o le scadenze siano state modificate da uno specifico accordo tra il

⁸⁰ Ai sensi dell’art. 1 del Regolamento delegato UE 2018/171 del 19 ottobre 2017: «L’autorità competente fissa una soglia di rilevanza unica per le esposizioni al dettaglio applicabile a tutti gli enti nella propria giurisdizione. Tuttavia, per gli enti che applicano la definizione di default di cui all’articolo 178, paragrafo 1, primo comma, lettere a) e b), del regolamento (UE) n. 575/2013 al livello della singola linea di credito, l’autorità competente può fissare una soglia di rilevanza unica distinta per le esposizioni al dettaglio. La soglia di rilevanza di cui al paragrafo 1, primo comma, comprende una componente assoluta e una componente relativa. La componente assoluta è rappresentata dall’importo massimo che può raggiungere la somma di tutti gli importi in arretrato dovuti da un debitore all’ente, all’impresa madre dell’ente o a una delle sue filiazioni («obbligazione creditizia in arretrato»). L’importo massimo non supera i 100 euro o il controllore di tale importo in moneta nazionale. La componente relativa è rappresentata dalla percentuale che esprime il rapporto tra l’importo dell’obbligazione creditizia in arretrato e l’importo complessivo di tutte le esposizioni verso lo stesso debitore iscritte nel bilancio dell’ente, dell’impresa madre dell’ente o di una delle sue filiazioni, escluse le esposizioni in strumenti di capitale. La percentuale è compresa tra lo 0% e il 2,5% ed è fissata all’1% quando corrisponde ad un livello di rischio che l’autorità competente considera ragionevole in conformità all’articolo 3».

debitore e la banca, il conteggio dei giorni di arretrato prende a riferimento il nuovo piano di rimborso;

- le banche dovrebbero censire le connessioni tra i propri clienti in modo da individuare i casi in cui il *default* di un debitore possa ripercuotersi sulla capacità di rimborso di un altro (secondo un c.d. “effetto contagio”), cosicché anche quest’ultimo va considerato in *default*;
- la classificazione a *default* di un cliente presso una società di un gruppo bancario comporta la classificazione a *default* del medesimo anche presso le restanti società;
- i casi in cui un pagamento risulti in arretrato per effetto di mere cause tecniche (come il malfunzionamento del sistema di pagamento o errori nei processi della banca che determinano un ritardato o inesatto accredito del pagamento) non possono determinare il *default* del debitore;
- per uscire dalla classificazione in *default* deve trascorrere un periodo di almeno tre mesi da quando vengono meno le circostanze che avevano determinato tale classificazione. Durante tale periodo la banca valuta il comportamento e la situazione finanziaria del debitore e, trascorsi i tre mesi, può riclassificarlo in stato di non *default* qualora ritenga che il miglioramento del merito creditizio sia effettivo e permanente;
- per le esposizioni oggetto di concessioni sono previste modalità più stringenti per la classificazione dell’operazione in *default*. In particolare, se le concessioni consistono in una rinegoziazione delle condizioni contrattuali originarie in modo tale da comportare una perdita significativa per la banca (riducendo di oltre l’1% il valore attuale del credito, calcolato al tasso d’interesse effettivo), quest’ultima deve classificare in *default* l’esposizione;
- ai fini della classificazione come inadempienza probabile, le banche devono considerare una serie di indicatori qualitativi e quantitativi.

Volendo riassumere, la nuova definizione di *default* prevede un consistente abbassamento (dal 5% all’1%) delle soglie di materialità relative alle esposizioni scadute, l’eliminazione della possibilità di compensare uno sconfinamento con il margine disponibile su un’altra linea di credito del medesimo cliente, la determinazione di periodi

minimi di permanenza in *default* (sia per i crediti scaduti che per le inadempienze probabili), l'obbligo di classificazione a *default* nel caso di misure di concessione che implicano una riduzione superiore al 1% nel valore del credito^[81].

	Attuale definizione di <i>Default</i>	Nuova definizione di <i>Default</i>
Definizione di <i>Default</i> (Art. 178 CRR)	Una controparte è da classificarsi a <i>default</i> nei casi in cui si verifichi almeno una delle condizioni: <ul style="list-style-type: none"> la banca giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni; il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su un'esposizione creditizia rilevante verso la banca. 	
Criterio dell'arretrato	Soglia di rilevanza Superamento del 5% del maggiore dei seguenti valori: <ul style="list-style-type: none"> media delle quote scadute o sconfinanti rilevate su base giornaliera nell'ultimo trimestre precedente; quota scaduta o sconfinante sull'intera esposizione alla data di segnalazione. Compensazioni tra le diverse esposizioni del debitore: Ammissibile Frequenza di rilevazione: mensile	Soglia di rilevanza Superamento del 5% del maggiore dei seguenti valori: <ul style="list-style-type: none"> materialità assoluta (100€ per le esposizioni <i>Retail</i> e 500€ per le esposizioni <i>Non-Retail</i>); quota scaduta o sconfinante sull'intera esposizione alla data di segnalazione. Compensazioni tra le diverse esposizioni del debitore: Non Ammissibile Frequenza di rilevazione: giornaliera
Identificazione improbabile adempimento	Ristrutturazioni onerose: Non previste	Ristrutturazioni onerose: introduzione del criterio di identificazione della ridotta obbligazione finanziaria (della NPV superiore 1%) per le misure di <i>forbearance</i>
Criteri per il ritorno a uno stato di non <i>default</i>	Periodo di osservazione: previsto solo per le esposizioni oggetto di misure di <i>forbearance</i>	Periodo di osservazione: introduzione per tutte le esposizioni a <i>default</i> di un periodo di almeno 3 mesi
Identificazione uniforme del <i>default</i>	Possibilità di classificazione non univoca all'interno di un Gruppo Bancario	Classificazione a <i>default</i> in maniera univoca all'interno di tutte le <i>Legal Entities</i> del Gruppo
Contagio del <i>default</i>	Discrezionali	Identificazione di regole di contagio in funzione delle relazioni che intercorrono tra soggetti "cointestati" o "collegati"

Fonte: AIFIRM (Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers), Position Paper n. 17 "La nuova definizione di *default*", in www.aifirm.it

In ogni caso, le nuove regole non comportano modifiche sostanziali nelle segnalazioni alla Centrale dei Rischi.

⁸¹ La nuova disciplina introduce criteri per la classificazione a *default* a fini prudenziali (e quindi per il conseguente calcolo dei requisiti patrimoniali) relativamente più stringenti rispetto a quella previgente nel nostro paese. Dalle evidenze relative alle quattro banche italiane che hanno anticipatamente iniziato ad applicare le nuove regole, tuttavia, gli effetti della nuova disciplina appaiono avere avuto un impatto moderato.

Lo stato di *default*, come anticipato, può dipendere anche da una condizione soggettiva, qualora la banca giudichi improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni: si tratta della valutazione che la banca può operare secondo quanto previsto dalla lettera a) dell'art. 178 del Regolamento (UE) 575/2013.

In tali ipotesi l'EBA definisce una serie di circostanze in cui la banca può presumere che il requisito soggettivo si sia verificato (c.d. *UTP trigger*)^[82]:

- una riduzione della qualità creditizia tale da indurre la banca a non iscrivere nel conto economico gli interessi sull'esposizione;
- l'appostazione di rettifiche di valore specifiche su crediti, incluse le perdite rilevate nel conto economico per gli strumenti valutati al fair value (se la riduzione di valore è connessa al rischio di credito) e le perdite derivanti da eventi presenti o passati che incidono su un'esposizione individuale significativa o su più esposizioni valutate singolarmente o collettivamente. Questa casistica non dovrebbe generare impatti particolarmente significativi sul sistema bancario italiano, in quanto l'appostazione di una prima rettifica di valore analitica avviene già ora contestualmente alla classificazione del credito tra le attività deteriorate ("*stage 3*");
- la cessione dell'obbligazione creditizia: nel caso di cessione di parte delle obbligazioni di un debitore, se essa determina una significativa perdita economica connessa al rischio di credito, le altre esposizioni verso il suddetto debitore dovrebbero essere considerate in stato di *default* (fanno eccezione le esposizioni al dettaglio se il *default* è rilevato a livello di singolo credito). La perdita economica è considerata significativa se supera il 5% del valore dell'esposizione ceduta (inclusi interessi e spese). Anche questo "*trigger*" non dovrebbe avere impatti significativi per le banche italiane, in quanto è raro che i crediti *in bonis* vengano ceduti a "sconto" per ragioni inerenti al merito creditizio;
- il fallimento del debitore, inteso come un provvedimento che riguarda tutti i creditori (o almeno tutti quelli con crediti non garantiti) approvato dal giudice o da altra autorità competente, che preveda una sospensione temporanea dei pa-

⁸² Cfr. AIFIRM (Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers), Position Paper n. 17 "La nuova definizione di *default*", in <https://www.aifirm.it/wp-content/uploads/2020/06/2020-Position-Paper-17-Nuova-definizione-di-default.pdf>.

gamenti o l'estinzione parziale del debito, che comporti una forma di controllo sulla gestione della società debitrice e la metta al riparo dal rischio di liquidazione. Anche in questo caso, non ci si attendono particolari impatti sul sistema bancario italiano, posto che la normativa attuale classifica già tra le attività deteriorate i fallimenti e le esposizioni verso debitori che hanno proposto il ricorso per concordato "in bianco" e concordato con continuità aziendale;

- una ristrutturazione del credito che conduca a una significativa riduzione nel valore dello stesso;
- ulteriori UTP *trigger* specificati nelle politiche e procedure interne delle banche, che inneschino la riclassificazione automatica in stato di *default* o una valutazione caso per caso (così come previsto tra l'altro anche dalle linee guida sugli NPL emanate da BCE e Banca d'Italia).

Banca d'Italia, attraverso alcune note rilasciate negli scorsi mesi (v. da ultimo la nota del 15 febbraio 2021), ha voluto indirizzare gli istituti bancari verso le corrette prassi di implementazione della nuova definizione di *default*. In particolare, viene specificato che:

- la definizione di *default* si applica alle esposizioni creditizie classificate a fini prudenziali nel portafoglio bancario;
- i gruppi bancari, per rispettare l'uniformità di classificazione delle esposizioni di clienti condivisi tra più società del gruppo, dovranno allineare anche gli stati amministrativi del *default* (ivi incluse le sofferenze). Tale approccio è ancora più prudenziale rispetto al Regolamento Delegato EU, il quale richiede esclusivamente che lo stesso cliente non possa essere classificato contemporaneamente *in bonis* presso una società del gruppo e non-performing presso un'altra società;
- ai fini del calcolo della soglia di rilevanza occorre considerare tutte le esposizioni creditizie rilevate in bilancio (ivi incluse le esposizioni relative alle anticipazioni di tesoreria o alle delegazioni di pagamento);
- nell'ambito del *factoring*, in relazione all'acquisto pro-soluto di un credito commerciale scaduto, si conferma che il conteggio dei giorni di arretrato inizia quando il credito diventa esigibile, ovvero dal giorno successivo alla data di scadenza della fattura;
- il periodo di osservazione di almeno tre mesi per il rientro *in bonis* delle espo-

sizioni regolarizzate non si applica alle esposizioni non-performing oggetto di concessione (cd. “*forbearance*”), per le quali si continua ad applicare il cure period pari ad almeno un anno per il rientro *in bonis*;

- per le operazioni di cessione del quinto viene confermata la valenza delle cd. “franchigie legali e contrattuali” e viene specificato il trattamento dei crediti verso i clienti in caso di sinistro. In particolare, in caso di decesso del cliente, il credito sarà imputato in capo all’assicurazione al verificarsi dell’accaduto, mentre in caso di perdita del lavoro il credito sarà imputato in capo all’assicurazione esclusivamente dal momento della conferma formale di rimborso da parte dall’ente.

Infine, Banca d’Italia ha precisato che ai fini dell’applicazione della nuova definizione di *default*, i Ministeri dovranno essere trattati come un unico debitore amministrazione centrale. Questo implica che, ai fini del calcolo delle nuove soglie di rilevanza (“relativa” ed “assoluta”) secondo le nuove regole, dovranno essere considerati dalle banche tutti i crediti vantati verso la Pubblica Amministrazione, ivi compresi i titoli di debito pubblico detenuti dalle banche nel proprio *banking book*.

5 LA CIRCOLAZIONE DEGLI “UTPS” IN ITALIA. DEFINIZIONI, PROBLEMI E (POSSIBILI) MODELLI OPERATIVI

A cura di NICCOLÒ PISANESCHI^[83]

5.1 INTRODUZIONE

È cosa nota che tra le conseguenze più evidenti della crisi finanziaria degli anni 2007 e seguenti vi è stato un aumento esponenziale dei crediti non performanti di titolarità del ceto bancario^[84].

La recessione che ha colpito il paese ha reso difficile, dove non impossibile, il rispetto degli impegni assunti verso le banche che – come diretta conseguenza – si sono trovate in difficoltà nel mantenere un elevato livello di impieghi. Si è così innescato un effetto domino che non ha avuto eguali in altri paesi. In una indagine pubblicata da KPMG con il titolo “*I non performing Loans in Italia*”^[85], nel 2018, si è evidenziato come in Europa si trovasse un aggregato di circa 1000 miliardi di “NPL”, ma di questi circa 300 miliardi

⁸³ *Partner di La Scala Società tra Avvocati e Coordinatore del Team UTP. Professore di Diritto Processuale Civile presso l'Università degli Studi di Siena, avvocato, autore di svariati saggi e monografie in materia di processo internazionale e comunitario.*

⁸⁴ Sebbene l'attività di erogazione del credito comporti un rischio di inadempimento fisiologico, e dunque “*il fatto che gli intermediari finanziari iscrivano nei propri bilanci delle esposizioni deteriorate non dovrebbe di norma suscitare timori o allarmi*” (così MAGGIOLINO, *La disciplina giuridica dei crediti deteriorati nella prospettiva delle banche: profili critici*, Egea, Milano, 2020) è innegabile che nel corso degli anni le banche italiane abbiano cercato di “*evitare il più possibile di esplicitare in bilancio le conseguenze di una tempestiva e corretta evidenziazione del relativo volume e gravità*”, preferendo “*attestarsi, a proposito della solidità del nostro sistema bancario, su una sorta di ottimismo istituzionale*” (in questi termini, F. CESARINI, *Le conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive dei crediti deteriorati: alcune riflessioni*, in *Bancaria*, I, 2019). Le ragioni di tale ottimismo, d'altronde, non sempre avevano origini nobili. È infatti innegabile che le banche italiane hanno sempre (con le eccezioni del caso) seguito un modello di *business* che vede come core l'attività di *lending*, mantenendo il ruolo c.d. del “*creditore paziente*”, a sostegno dell'impresa, adottando, talvolta, delle politiche poco attente al merito creditizio. Essendo però proprio le imprese i principali prenditori di prestiti poi traghettati nelle c.d. esposizioni deteriorate (75% del volume totale), ed essendo molte delle sofferenze garantite da garanzie reali su immobili frequentemente sopravvalutati (Cfr. Cesarini, F.-Gobbi, G., *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, Il Mulino, 2016; BECALLI, *I crediti deteriorati del settore bancario*, in *Bancaria*, 2019, 16), a seguito della crisi del 2007-2008, e precisamente intorno al 2012-2013, tali flussi di esposizioni hanno raggiunto livelli patologici tali da impedire alle banche di disporre della liquidità necessaria per effettuare proprio quell'attività di *lending* che ne ha sempre caratterizzato il *core business*, con evidenti ripercussioni sull'intero sistema economico.

⁸⁵ Il documento è visionabile al link <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/07/i-non-performing-loan-in-italia.html>

(quasi un terzo) fosse allocato presso le banche italiane^[86].

Mentre ancora durava il processo di purgazione di tali sofferenze, inevitabilmente effettuata mediante una svalutazione dei crediti non performanti (anche quelli sostenuti da garanzie reali, causa l'inevitabile contrazione del mercato immobiliare in un momento in cui la domanda si riduceva e l'offerta aumentava indiscriminatamente) è però intervenuta, nel 2020, la ben nota pandemia da *Covid-19*^[87].

Per evitare ripercussioni immediate sul sistema economico, in attesa di auspicate iniezioni di liquidità di origine comunitaria, si è cercato di fronteggiare l'emergenza tramite misure urgenti volte a fare superare al ceto produttivo il blocco dovuto dalla pandemia: semplificazione delle rinegoziazioni con le banche, garanzie statali gratuite su finanziamenti privati, nuove regole fiscali, sospensione e rinvio d'ufficio delle proce-

⁸⁶ Consistenze superiori si registrano nei sistemi di Cipro, Grecia, Portogallo e Irlanda (Cfr. Resti A., *Non performing Loans in the European Union. State of the Art and Possible Policy Tools*, in Banca Impresa Società, I, 2019). Intorno al 2012-2013, al culmine del fenomeno, l'incidenza dei crediti deteriorati lordi nei bilanci delle banche italiane era pari al 17%, a fronte di una media europea che si attestava sul 6%; pari alla media europea era l'ammontare delle coperture disposte dalle banche nazionali.

⁸⁷ A tale riguardo va rilevato che a fine 2018 si registrava un netto miglioramento nei bilanci delle banche italiane: le consistenze nette di NPE ammontavano a 90 miliardi di euro (189 miliardi al lordo delle coperture) con una diminuzione pari alla metà rispetto agli anni di maggior intensità del fenomeno, ed una incidenza netta sui crediti pari al 4,3%. Per questo motivo, sulla scia di un miglioramento generalizzato e sulla base delle informazioni rese dalle banche italiane in riferimento ai loro piani di riduzione di NPE, nel maggio del 2019 la Banca d'Italia (*Financial Stability Report*, n. 1) pronosticò un'ulteriore discesa del rapporto tra crediti deteriorati netti e prestiti totali, che sarebbero ammontati, rispettivamente, al 3,9% entro la fine del 2019, e al 3,1% nel 2021. Analogamente, il tasso di copertura, misurato dal rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare delle esposizioni deteriorate lorde, si attestava a fine 2019 al 52,7% (65,4% per le sofferenze), cioè ad un valore di circa 7 punti percentuali superiore rispetto alla media europea (Banca d'Italia, Relazione annuale, 2018, 31 maggio e *Financial Stability Report*, n. 1, maggio 2019). Come si dirà più avanti, alla riduzione dei crediti deteriorati nel patrimonio delle banche italiane avevano contribuito, in primo luogo, le operazioni di cessioni. Nel biennio 2017-2018, le banche italiane cedettero circa 55 miliardi di euro al lordo delle rettifiche nel 2018 e 42 miliardi nel 2017, a fronte di cessioni per 5 miliardi in media all'anno nei precedenti 5 anni. Le cessioni, in termini proporzionali, avevano cioè riguardato circa il 50% delle posizioni assistite da garanzie (su cui Cfr. Banca d'Italia, *Financial Stability Report*, n. 1, maggio 2019). I prezzi di cessione delle sofferenze, rapportate all'importo lordo delle sofferenze vendute, si attestavano al 33% per le posizioni *Secured* (in linea con il 2017); mentre erano aumentati di due punti, rispetto ai prezzi del 2017, quelli per le altre posizioni, attestandosi al 11%. In aggiunta, a gennaio 2020, ovvero qualche settimana prima dell'emergenza *Covid-19*, erano stati comunicati dal SSM (Single Supervisory Mechanism) della BCE gli esiti degli esami *Srep* (*Supervisory Review and evaluation*), dai quali emergeva che le 109 SI (banche significative) europee sottoposte alla vigilanza unica, seppur ancora carenti in termini di redditualità (che si attestava ad un livello pari alla metà di quella delle banche USA), risultavano, tuttavia, patrimonialmente solide. Posto tutto ciò, è comprensibile come parte della dottrina, nel biennio 2018-2019, sostenesse che i crediti deteriorati non fossero più un problema per la stabilità finanziaria in Italia ed in Europa (Cfr. Angelini, "I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema", intervento al Convegno Npl: *Sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori*, 9 ottobre 2018). Nondimeno, non può tacersi che, sebbene le banche italiane risultassero maggiormente patrimonializzate rispetto al passato, il settore italiano, nel periodo immediatamente precedente all'emergenza *Covid-19*, continuava ad essere quello in cui si concentrava il più elevato ammontare di crediti deteriorati (NPL), ossia circa il 24% del totale dei crediti deteriorati dell'intera UE, con un NPE ratio lordo pari al 6,7% (vedi sul punto, Malinconico A., Npl: scenario e prospettive *post Covid-19*, in *Bancaaria*, 2020, 5, 21, fig. 1).

dure esecutive immobiliari aventi come oggetto l’abitazione principale del debitore, sospensione e rinvio d’ufficio dei termini processuali, *etc.* [88]

Non solo i privati e le imprese, però, hanno fruito di regole eccezionali. In particolare, per quanto attiene al settore bancario, la BCE è intervenuta prevedendo una deroga specifica alle aspettative di vigilanza riguardanti le “*Non Performing Exposures Ad-dendum*” assistite da garanzie pubbliche stanziata per l’emergenza da *Covid-19* con esonero dagli obblighi di copertura minima per i primi sette anni dalla classificazione a *default* del credito, mentre con il Regolamento 2020/873, sempre relativo a misure di contenimento degli effetti della pandemia, sono stati introdotti emendamenti al precedente Regolamento 2013/575 prevedendo, tra l’altro (all’art. 47 *quater*) una assimilazione delle garanzie emesse dallo Stato o altri soggetti pubblici alle garanzie erogate dalle agenzie di credito all’esportazione. In Italia, inoltre, con la L. 96/2017 si è permesso alle società di cartolarizzazione lo svolgimento di operatività funzionali a gestire i crediti non performanti in un’ottica di recupero e non solo liquidatoria; con il Decreto Crescita (D.L. 34/2019) si è prevista la possibilità per le banche di cedere le posizioni creditorie a rischio senza dovere procedere alla chiusura dei contratti; mentre infine – sempre a ragione della pandemia – si è prorogata la normativa relativa al Fondo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (i ben noti “*Gacs*” istituiti dalla L. 8 aprile 2016 n. 49), sino al 14 giugno 2022, con l’evidente funzione di agevolare la cessione dei crediti bancari.

⁸⁸ Molte delle misure adottate dal Governo per sostenere i soggetti maggiormente colpiti dall’emergenza *Covid-19* richiedevano, per la loro attuazione, un più o meno diretto coinvolgimento del settore bancario e creditizio. Questa scelta “operativa” si direbbe in linea con il modello produttivo italiano, da sempre caratterizzato da un tessuto imprenditoriale costituito da piccole e medie imprese fortemente dipendenti da finanziamenti bancari; nonché, potenzialmente idonea a soddisfare le indicazioni fornite dalla Commissione europea nel “*Quadro temporaneo per le misure di aiuti di Stato a sostegno dell’economia nell’attuale emergenza del Covid-19*” (Cfr. DOC. 2020/C 91 I/0). Ciononostante, alcune delle misure presenti nei numerosi decreti-legge, poi convertiti, del c.d. Cura Italia (cov. L. 24/4/2020, n. 27), c.d. Liquidità (conv. L. 8/6/2020, n. 40), c.d. Rilancio (conv. L. 17/7/2020, n. 77), e dei c.d. Ristori, Ristori *bis*, Ristori *ter* e Ristori *quater* (conv. L. 18/12/20, n. 176), sono state talvolta ritenute una “*pericolosa realtà, i cui esiti non sono ancora identificabili nella loro interezza*” (Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in Rivista di Diritto bancario, 2021, I, 40) sia a ragione dell’ambiguità della formulazione normativa – quasi unitariamente riconosciuta e criticata (Cfr. ROSSANO, *La valutazione del merito creditizio nel decreto “liquidità”: nota a margine di due ordinanze ex art. 700 c.p.c.*, in Riv. Trim. econ., 2020, II, 132) – sia per la circostanza per cui un ampio e “più disinvolto” accesso al credito per risollevarle imprese e privati colpiti dagli effetti della pandemia (tramite erogazioni a fondo perduto, ovvero concessione di garanzie statali su prestiti veicolati dalle banche), rischiava di assoggettare gli enti creditizi, in caso di probabile inadempimento dei prenditori, “*al rischio di andare incontro a lungaggini burocratiche nell’escussione della garanzia, donde la possibilità che, in molti casi, i finanziamenti da essi erogati finiscano col deteriorarsi, con le ovvie implicazioni che ne derivano con riguardo alla capacità operativa di tali appartenenti al settore*” (Cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., 38).

È difficile dire, oggi, quanto le misure di sostegno ora citate abbiano inciso sul sistema italia. Invece, appare purtroppo unanime la previsione di un ulteriore aumento dello *stock* di non performanti, con particolare riferimento soprattutto a quella particolare tipologia di crediti che in Italia si qualificano, forse impropriamente, come “UTP”^[89]. Si tratta, come noto, di crediti che, riguardando (almeno nella loro fase primigenia) semplicemente delle posizioni di difficile escussione, per loro natura suggeriscono una gestione svincolata dalle logiche liquidatorie che da sempre caratterizzano gli *stock* di “NPL”. D'altronde, è anche facile intuire che la difficoltà del sistema bancario di gestire proattivamente tali posizioni, unitamente alle nuove regole di svalutazione imposte dal “*Calendar Provisioning*” di cui più avanti, imporranno comunque, in molti casi, il trasferimento di tali particolari forme di credito a soggetti terzi. Gli strumenti con cui effettuare tale trasferimento, tuttavia, sono vari. Può quindi rivelarsi utile un esame sintetico di alcuni di loro al fine di comprenderne caratteristiche e finalità di massima.

5.2 IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

Preliminare ad un esame dei possibili modelli gestori dei menzionati “UTP” (ciò che in Italia più correttamente andrebbero definiti, come si dirà, “Inadempienze Probabili”), è una loro definizione ai sensi della normativa interna ed eurounitaria di riferimento. Nonostante che l'acronimo possa fare immaginare il contrario, in effetti, a livello europeo una definizione di “*Unlike to Pay*” non esiste.

Esiste, al contrario, una definizione di “*Non Performing Exposure*”, peraltro derivante dalla stratificazione di regole contenute in fonti normative di diverso livello: i Regolamenti 575/2013 e 680/2014 (il primo dei quali modificato dal Regolamento 630/2019 e il secondo sostituito dal Regolamento 451/2021), in primo luogo, e quell'insieme di

⁸⁹ Come emerso da una prima stima della Banca d'Italia (*Financial Stability Report*, n.1, aprile 2020), il flusso dei nuovi crediti deteriorati, rapportato al totale dei prestiti *in bonis*, tenderebbe ad aumentare di 0,2 decimi di punto per le imprese e di 0,1 per le famiglie. Del medesimo avviso sono anche le considerazioni formulate dal Comitato Parlamentare per la sicurezza della Repubblica (COPASIR), secondo le quale sussisterebbe “*un gravissimo rischio a livello sistemico per il settore finanziario di un significativo incremento dei crediti deteriorati, fino al punto che gli NPL potrebbero astrattamente salire significativamente in percentuale rispetto agli attivi bancari verso privati e imprese e quindi posizionarsi in un range compreso tra 555 e 788 miliardi di euro, rispettivamente pari ad un Npl ratio tra il 25% e il 35% dei predetti attivi bancari*”. (Cfr. COPASIR: *Npe, rischio sistemico su banche e derivati. Può salire al 35%*, <https://www.milano-finanza.it/news/copasir-npe-rischio-sistemico-su-banche-e-derivati-puo-salire-al-35-202011061345558235>).

norme tecniche di attuazione (“ITS”) emesse dall’EBA, con cui si è (tra l’altro) istituito la prima definizione armonizzata di “NPE”, in secondo.

In effetti, il Regolamento 585/2013, intitolato ai “*requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento*”, che per primo si trovò nella necessità di definire quelli che molto in generale apparivano crediti di difficile escussione, non utilizzò l’espressione “*Non performing Exposure*”, preferendo invece, in omaggio ad una espressione diffusa in ambito finanziario, quella di “*Crediti in Default*” (si noterà che, curiosamente, anche la versione italiana del Regolamento non tradusse l’espressione “*Default*”, in parte perché ritenuta già chiara ed in parte per non tradurla legandola ad un più equivoco concetto di inadempimento).

All’interno di tale categoria, a norma dell’art. 178 del Regolamento, rientravano due diverse tipologie di sofferenze: i crediti con un arretrato di oltre 90 giorni e quelle posizioni in cui la banca creditrice riteneva improbabile un adempimento integrale senza il ricorso all’escussione delle garanzie.

Nell’anno successivo, tuttavia, il Regolamento 680/2014 (intitolato alle tecniche di attuazione delle segnalazioni degli enti a fini di vigilanza) invece di recuperare l’espressione “*Default*” precedentemente usata nell’Allegato 3 del Regolamento 575, tra le segnalazioni finanziarie dovute dalle banche, incluse, alla tabella 18, quella delle “*Esposizioni in bonis ed esposizioni deteriorate*” (in lingua inglese: “*Performing and Non Performing Exposures Addendum*”), senza però definirne il concetto. A chiarimento di tale espressione intervenne l’anno successivo l’EBA, recuperando nei citati “ITS” i contenuti del Regolamento 585/2013 e così definendo come “*Performing and Non Performing Exposures Addendum*”, al paragrafo 213 dell’Allegato 5 del documento, quelle posizioni in cui perdurava uno scaduto (“*past-due*”) per oltre 90 giorni ovvero il debitore non era in grado di fare fronte integralmente alle proprie obbligazioni in difetto di utilizzo di un collaterale. Tale definizione armonizzata è quella che, di fatto, presiede anche adesso alla definizione di “NPE”. Lo stesso Regolamento 630/2019, che all’art. 1 ha incluso nel Regolamento 585/2013 un nuovo articolo 47 bis relativo alle esposizioni deteriorate, ha infatti previsto che come tali debbono intendersi (I) le esposizioni in relazione alle quali si ritiene che sia intervenuto un “*default*” ai sensi dell’articolo 178, (II) le esposizioni che si ritiene abbiano subito una riduzione di valore ai sensi della disciplina contabile applicabile, (III) le esposizioni in prova ai sensi del paragrafo 7, qualora siano state accor-

date misure di concessione aggiuntive o qualora le esposizioni siano scadute da oltre 30 giorni, (IV) le esposizioni in forma di impegno che, qualora utilizzato o altrimenti attivato, non verrebbe probabilmente rimborsato in modo integrale senza escussione delle garanzie reali, ed infine (V) le esposizioni sotto forma di garanzia finanziaria che sarebbe probabilmente attivata dalla parte garantita, compresi i casi in cui l'esposizione garantita sottostante soddisfa i criteri per essere considerata deteriorata. Si è cioè da un lato recuperato l'idea che rientrino tra le "*Non Performing Exposures Addendum*" i crediti con un arretrato di oltre 90 giorni e quelle posizioni in cui la banca creditrice ritiene improbabile un adempimento integrale senza il ricorso all'escussione delle garanzie, e ci è poi limitati a raffinare la casistica con l'inclusione dei punti da (II) a (V). A differenza di quanto effettuato a livello europeo, la Banca d'Italia, ai fini di una corretta compilazione delle segnalazioni statistiche di vigilanza che le banche sono tenute a trasmetterle, suggerisce una suddivisione dei crediti non performanti in tre diverse categorie di rischio.

In particolare, secondo la Circolare n. 272 del 30 luglio 2008, oggi (nel 2021) giunta al 14° aggiornamento, le esposizioni creditizie deteriorate sono ripartite (utilizzando una suddivisione sconosciuta alla disciplina eurounitaria) nelle tre principali categorie delle "Sofferenze", delle "Inadempienze Probabili", e delle "Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate".

Il concetto di "Sofferenza" è forse il più semplice e comprende quel complesso delle esposizioni creditizie per cassa e fuori bilancio di cui la banca gode nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza o situazioni equiparabili. Sono peraltro incluse nella categoria delle "Sofferenze" anche le esposizioni nei confronti degli enti locali in stato di dissesto finanziario, i crediti acquistati da terzi aventi come debitori principali soggetti in sofferenza, e le esposizioni nei confronti di soggetti per i quali ricorrono le condizioni per una classificazione fra le sofferenze e che presentano una o più linee di credito che soddisfano la definizione di "*Non-performing exposures with forbearance measures*" di cui all'Allegato V, Parte 2, paragrafo 262 degli ITS".

Sono invece qualificabile come "Inadempienze Probabili" (e così ciò che in ambito nazionale, utilizzando impropriamente il "false friend" anglosassone, si definiscono come "UTP"), quelle posizioni debitorie in cui la banca ritiene improbabile che il debitore adempia integralmente senza il ricorso all'escussione delle garanzie, anche indipen-

dentemente dalla presenza di importi scaduti e non pagati. A queste si aggiungono, salvo che non ricorrano i presupposti per una loro classificazione fra le sofferenze: I) il complesso delle esposizioni nei confronti di soggetti per i quali ricorrono le condizioni per una loro classificazione fra le inadempienze probabili e che presentano una o più linee di credito che soddisfano la definizione di “*Non-performing exposures with forbearance measures*” di cui al citato all. V, §262, nonché II) il complesso delle esposizioni verso gli emittenti che non abbiano onorato puntualmente gli obblighi di pagamento (in linea capitale e/o interessi) relativamente ai titoli di debito quotati.

Infine, vanno qualificate come “Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate” quelle esposizioni in cui lo scaduto o lo sconfinamento ha carattere continuativo. In particolare, nel caso di esposizioni a rimborso rateale deve essere considerata la rata non pagata che presenta il ritardo maggiore, mentre con riferimento alla singola transazione si considerano scadute le singole transazioni che, alla data di riferimento della segnalazione, sono scadute e/o sconfinanti da oltre 90 giorni.

Dall’esame delle due discipline ora rapidamente menzionate (quella eurounitaria e quella nazionale), deriva la considerazione per cui, mentre nel diritto nazionale, secondo i criteri di Banca d’Italia, le “Inadempienze Probabili” fanno parte di un *cluster* di posizioni debitorie in cui il livello di rischio è inferiore alle due diverse casistiche delle “Sofferenze” e delle “Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate”, nel diritto eurounitario le posizioni sono tra assolutamente parificate e come tale impongono il ricorso ai medesimi criteri di gestione prudenziale da parte del ceto bancario⁹⁰. Ne

⁹⁰ L’applicazione della medesima disciplina prudenziale sia per “NPL” propriamente detti che per gli “UTP” ha suscitato inevitabilmente suscitato perplessità tra i commentatori (“*Nonostante gli ordinamenti degli Stati europei, inclusa la normativa sovranazionale, impieghi le sigle NPLs e UTP come fossero sinonimi, invero la differenza, in termini di disciplina nazionale, è sostanziale: gli NPLs sono posizioni creditizie nelle quali l’insolvenza del debitore ha già determinato la cessazione del rapporto giuridico con la banca; invece, negli UTP il rischio di insolvenza del debitore è soltanto potenziale perché la posizione si riferisce ad un debitore con un rapporto giuridico ancora attivo. Sono, dunque, potenziali sofferenze. (...) In ragione di quanto precede cis i chiede come il Regolatore Europeo abbia mancato di operare tale rilevante distinzione e abbia optato per l’equiparazione tra NPLs e UTP, senza aver riguardo alla circostanza che dall’equiparazione terminologica ne deriva che entrambi i crediti in parola, nonostante le profonde differenze sostanziali, soggiacciono alle medesime disposizioni inerenti le attività di vigilanza, soprattutto in materia di accantonamenti prudenziali*”, in questi termini, P. MESSINA, *Unlikely to pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in Riv. tri. ec., suppl. 2/2019, 204-205. Di simile avviso, tra i vari, anche G. GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, in Approfondimenti di Diritto bancario, 4 luglio 2019, consultabile online). D’altro canto, l’eguale trattamento di situazioni altrimenti distinte è stato giustificato sia per la necessità di evitare arbitraggi da parte del sistema bancario rispetto alle due categorie (“UTP” ed “NPL”) ritardando il passaggio dalla prima alla seconda con conseguente possibile aumento del profilo di rischio dell’intermediario, sia per spingere il settore bancario ad una gestione immediata e proattiva del credito deteriorato, anticipando l’intervento da parte della banca (su cui Cfr. A. PISANESCHI, *La normativa creditizia sugli unlikely to pay e la direttiva 2019 n. 1023 sulla ristrutturazione preventiva*, in Crisi d’Impresa e Insolvenza, 7 aprile 2020, 7).

viene come conseguenza – e la questione è come vedremo essenziale per determinare i modelli gestori più efficienti a livello nazionale – che anche i crediti qualificabili come “Inadempienze Probabili” (i citati “UTP”), rientrando a tutti gli effetti all’interno della disciplina eurounitaria dei “*Non Performing Exposure*”, imporranno alle banche nazionali l’applicazione di quell’insieme di regole di matrice europea, introdotte con l’obiettivo di migliorare la qualità degli attivi delle banche, solitamente definite come “*Calendar Provisioning*”.

5.3 LA DISCIPLINA DEL *CALENDAR PROVISIONING*: SINTESI ED EFFETTI SULLA CIRCOLAZIONE DEGLI “UTP”

Con il termine “*Calendar Provisioning*” si fa riferimento, in generale, ad un insieme di regole per cui i crediti deteriorati vengono svalutati secondo scadenze prestabilite al fine di impedire che essi si accumulino senza adeguate rettifiche di valore.

Si tratta di una normativa in materia di condotta (e copertura) prudenziale sviluppata a partire dalle “Linee guida sui crediti deteriorati”, rivolte alle cd. “*Significant Institutions*”, predisposte della Banca Centrale Europea nel marzo del 2017 e poi sviluppatesi nel successivo “*Addendum alle linee guida sui crediti deteriorati*” del marzo 2018, con cui per la prima volta la BCE ha fornite alle banche una serie di indicazioni (c.d. aspettative di vigilanza) in materia di copertura prudenziale delle esposizioni classificate come “*non-performing*”.

In particolare, per il tramite dell’*Addendum* si erano previsti dei meccanismi automatici di svalutazioni per cui le “*Non Performing Exposures Addendum*”, ancorché già erogate, dovevano essere svalutate integralmente (100%) entro 2 anni se non garantite o entro 7 anni se garantite, a partire dal momento in cui erano classificate come tali. Nel caso dei crediti garantiti, per evitare un incremento eccessivamente rapido dei livelli di accantonamento, la svalutazione sarebbe iniziata a partire dal terzo anno in cui l’esposizione era classificata come deteriorata.

Le previsioni dell’*Addendum* relative al “*Calendar Provisioning*” sono poi state trasposte all’interno del Regolamento 630/2019 (modificativo del Regolamento 575/2013), il quale

da un lato ha allungato i termini originariamente previsti per la svalutazione (portandoli a 3 anni per i prestiti non garantiti, a 7 per quelli con garanzie non immobiliari ed a 9 per quelli con garanzie immobiliari⁹¹), e dall'altro ha previsto un meccanismo di riduzione dal *Common Equity Tier 1* (e così in sostanza degli indicatori di solidità dell'istituto) nel caso di mancato raggiungimento di specifici livelli di copertura minima.

Al fine di coordinare, armonizzandole, le regole contenute nell'*Addendum* alle linee guida sui crediti deteriorati e quelle incluse nel Regolamento 2019/630, nell'agosto del 2019 la Banca Centrale Europea ha poi pubblicato la "*Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE*", con cui si sono forniti, fra l'altro, numerosi dettagli in merito al tema degli accantonamenti prudenziali in presenza di "*Non Performing Exposures Addendum*". È seguito, il 24 giugno 2020, la pubblicazione del Regolamento EU 2020/873 con cui, al fine di fronteggiare la pandemia da *Covid-19*, si è appositamente modificato il Regolamento 2019/630 regolando specificamente la materia delle garanzie pubbliche nell'ambito del *Framework* di *Pillar 1*.

In esecuzione della disciplina ora accennata, i criteri di svalutazione delle "*Non Performing Exposures Addendum*" differiscono in omaggio ad una tripartizione che dipende contemporaneamente dalla data di originazione del credito e dal momento in cui esso ha raggiunto lo stato di deteriorato. I crediti in portafoglio la cui data di originazione è pari o precedente al 26 aprile 2019 e che hanno raggiunto lo status di deteriorato a partire dal 1 aprile 2018, in particolare, sono soggetti ai meccanismi di svalutazione previsti nel *Pillar 1*; i crediti la cui origine sia precedente al 26 aprile 2019 e che hanno raggiunto lo status di deteriorato a partire dal 1 aprile 2018, sono soggetti ai modelli svalutativi di cui al *Pillar 2*; i crediti qualificabili come deteriorati prima del 1 aprile 2018, sono soggetti, invece, alle svalutazioni del cd. perimetro "*Pillar 2 Stock*".

Non rileva, in questa sede, esaminare i singoli livelli di svalutazione (con conseguenti

⁹¹ Più esattamente, il regolamento dispone che per i crediti sprovvisti di garanzie ("*Unsecured*") andrà creato un *buffer* al 35% dopo due anni e al 100% dopo 3 anni; mentre, con riguardo ai crediti provvisti di garanzia ("*Secured*"), si dovrà distinguere tra: (i) crediti garantiti da beni mobili (*Secured by movable collateral*) per i quali gli accantonamenti andranno portati gradualmente al 100% nell'arco di 7 anni, decorrenti dalla data in cui l'esposizione è stata classificata come deteriorata, e (ii) crediti garantiti da beni immobili (*Secured by immovable collateral*) per i quali gli accantonamenti prudenziali andranno portati gradualmente al 100% nell'arco 9 anni, decorrenti dalla data in cui l'esposizione è stata classificata come deteriorata.

necessari accantonamenti) previsti, anno, per anno, nelle singole ipotesi (si consideri, tuttavia, che l'importanza della svalutazione imposta renderà assai difficile per le banche conservare i crediti di cui si tratta nel proprio portafoglio senza provvedere ad una loro gestione proattiva). Rileva invece, proprio in questa sede, la distizione prima effettuata tra ciò che per le previsioni eurolutarie sono solamente e cumulativamente "Non Performing Exposures Addendum" e quanto previsto dalla banca di Italia in materia di "Sofferenze", "Inadempienze Probabili", ed "Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate". Mentre infatti nel caso delle "Sofferenze" e (molto probabilmente e frequentemente) delle "Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate" si potrà usare la logica liquidativa sin qui sempre utilizzata per gli "NPL" (nell'accezione solitamente attribuitagli in Italia), lo stesso non sarà possibile – ma soprattutto conveniente – nel caso degli "UTP". Si tratta infatti in questo caso, come già visto, di situazioni di vario genere che variano da situazioni di crediti a rischio che potrebbero non sfociare mai in una situazione di inadempimento, a crediti che viceversa si trovano in una fase iniziale di deterioramento ma che sono destinati a scivolare dapprima nella più gravosa categoria delle "Esposizioni scadute", e poi, eventualmente, addirittura nelle "Sofferenze".

Questa differenza (per inciso valutabile solo a valle di una ricognizione o Due Diligence particolarmente accorta) impone una separazione delle varie forme di credito in "clusters" che tengano conto, da un lato, delle diverse tempistiche svalutative imposte dal "Calendar Provisioning" (un credito garantito svaluta più tardi di un chirografo), ma dall'altra anche dai diversi livelli di rischio dovuti al settore di rilevanza, dai livelli di accantonamento già effettuato, dalla collocazione geografica del debitore, *etc.*

A tali diversi raggruppamenti corrisponderanno, come detto in premessa, diversi modelli gestionali. Si può immaginare che in quei casi in cui il livello di rischio è considerato relativamente basso, nonché su crediti di grande taglio (su cui è più facile mantenere l'attenzione degli operatori) le banche provvederanno ad una gestione "in house". Ma in moltissimi altri casi tale gestione risulterà così difficile e dispendiosa che si dovrà inevitabilmente procedere ad cessione del credito, sia questo per *single name* che per blocchi (all'interno di operazioni di cartolarizzazione), ovvero sia mediante conferimento a specifici fondi di ristrutturazione.

5.4 LA CESSIONE DEL CREDITO EX ART. 1260 C.C. S.S.

Se si focalizza l'attenzione sui modelli di circolazione degli "UTPs" (*quid est*: senza potere in questa sede esaminare il diverso problema della menzionata gestione "in house" dei crediti a rischio, sia pure con eventuale supporto di competenze terze⁹²), la prima possibilità che si offre al creditore è di liberarsi dagli obblighi di appostamenti contabili previsti dal "Calendar Provisioning" cedendolo a soggetti terzi.

Volendo in questa sede focalizzarsi, in primo luogo, sul tema della cessione del credito ex art. 1260 C.C. (la cessione dei crediti in blocco riguardando, di norma, il tema delle cartolarizzazioni di cui più avanti), va innanzitutto notato che la materia (a differenza di quanto effettuato nel Codice del 1865, in cui l'istituto era regolato agli articoli 1385 s.s. insieme alla vendita) non è trattata fra i contratti ma nel capo del Codice dedicato alle modalità di estinzione dell'obbligazione. Si tratta, abbastanza evidentemente, del desiderio legislativo di assegnare all'istituto una relativa elasticità di funzione (di talchè 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, per conseguenza, ai rimedi esperibili in presenza di possibili inadempimenti.

⁹² Sul punto, rileva dar conto di alcune ricostruzioni che mettono in risalto gli effetti negativi delle cessioni dei crediti deteriorati. Come si è detto, lo smaltimento degli "NPL" da parte delle banche italiane è avvenuto rinunciando ad una gestione interna delle posizioni più problematiche (difficile sia per difetto di competenze specifiche che la durata dei processi esecutivi in Italia) attraverso operazioni di vendita mediante cartolarizzazione, contratti bilaterali o cessioni in blocco. Non si è trattato, tuttavia, di una scelta indolore: il prezzo di cessione, determinato sulla base di una valorizzazione prospettica degli *assets* concessi in garanzia, dalla durata dei processi esecutivi e dalla redditività auspicata dall'acquirente per il denaro investito nell'operazione (c.d. premio di rischio, che l'investitore, a fronte dell'incerto recupero, pretende. Cfr. sul punto, A. MALINCONICO - F. PARENTE, *Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*, in *Bancaria*, 5, 2017, 73 ss.) ha infatti implicato perdite nei bilanci bancari solo in parte ripagati dai vantaggi impliciti in una riduzione delle riserve. Di più, la cessione si è frequentemente rivelata oltremodo gravosa per i debitori ceduti. Come correttamente evidenziato, infatti, "le cessioni producono l'effetto di abbandonare il cliente affidato, troncando immediatamente e in via definitiva la trama dei rapporti con lo stesso intessuti nel corso del finanziamento". Se ciò spaventa meno in caso di impresa decotta e, di fatto, già fuori dal mercato, diversamente accade però nel caso degli "UTPs", i quali, non solo presentano un certo margine di discrezionalità nella definizione e nella quantificazione (con il rischio che la valutazione della banca si riveli, *ex post*, errata) ma hanno anche una "non trascurabile probabilità di tornare in bonis, specie se seguiti con attenzione e competenza dalla banca che ha originariamente concesso il credito". (Cfr. F. CESARINI, *Le conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive di crediti deteriorati: alcune riflessioni*, cit., 9 ss.). Sul punto, si veda anche E. BECCALLI, *I crediti deteriorati del settore bancario*, in *Bancaria*, 11, 2019. Sul tema della gestione interna, in particolare, M. FORTIS - G. GRASSANO, *Come gestire razionalmente gli Npl delle banche italiane in maggior difficoltà. I casi di MPS, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, Cranec, Vita e Pensiero*, 2017).

Al proposito, scartata la tesi (oggi superata) della “causa astratta”, e così in generale e molti semplificativamente dell’esistenza di un negozio giuridico atipico in cui la causa del negozio non viene considerata rilevante dal legislatore^[93], solitamente si ritiene che la cessione del credito abbia una “causa variabile”, con ciò intendendosi che la cessione del credito ha una natura – e quindi una causa – diversa a seconda degli interessi sostanziali che intende realizzare. Di volta in volta il credito può dunque essere ceduto a titolo di compravendita, di donazione, per costituire una garanzia^[94], o addirittura come semplice strumento di adempimento di un’obbligazione, con la conseguenza per cui i vizi della cessione del credito che possono essere fatti valere sono, di fatto, quelli del negozio di riferimento.

Ovviamente, indipendentemente dalla causa specifica del negozio, va anche ricordato che il credito può essere ceduto senza garanzia della solvenza del debitore ovvero con la garanzia della solvenza. Nel primo caso, il cedente (es. la banca) si dovrà limitare (e sarà responsabile) a garantire l’esistenza del credito; mentre nel secondo, a norma dell’art. 1267 C.C., egli sarà responsabile nei limiti del prezzo ricevuto aumentato degli interessi e delle spese di cessione (anche di quelle che il cessionario abbia dovuto sopportare per escutere il debitore) e del danno.

Anche il tema dell’oggetto dei contratti di cessione del credito, come già la causa, è stato oggetto di differenti elaborazioni. In astratto, è in effetti possibile pensare alla cessione del credito come al trasferimento di una azione di credito (come originariamente accadeva nel diritto romano); come cessione del contratto da cui origina il credito; e

⁹³ Si confrontino due sentenze sul punto. La prima, Cass. 1257/1988, prevede che il debitore ceduto non può fare valere i vizi del negozio di cessione esistente fra cedente e cessionario. Nel caso di specie si trattava di un’ipotesi in cui il debitore ceduto si rifiutava di pagare perché non era provata la titolarità del credito in capo al cedente, che aveva a sua volta acquistato il credito da un altro soggetto. La seconda è una decisione del Tribunale di Roma del 30 gennaio 1964, n. 523, in cui nell’atto di cessione non era indicato il prezzo (che invece risultava da diversa scrittura). In quel caso il cedente era poi fallito, per cui ci si interrogava sul se la cessione fosse revocabile ex art. 64 L.F. in quanto atto a titolo gratuito. Qui il Tribunale ritenne che non rilevasse la mancata indicazione del prezzo, che poteva essere indotta da altri atti negoziali posti in essere fra le parti, perché – appunto – nel negozio di cessione la causa era astratta e non andava indagata con riferimento alla fattispecie specifica.

⁹⁴ Secondo la giurisprudenza, posto che la cessione di un credito può avvenire a titolo di garanzia (es. Cass. 3797/1999; o Cass. 17162/2002), potrebbe astrattamente nascere il dubbio sul se effettuata la cessione il cessionario ha diritto di incassare subito il credito o solo a valle di un inadempimento del rapporto giuridico sottostante; e soprattutto sulla revocabilità di una cessione a valle del fallimento del cedente. Secondo Cass. 3008/1974, laddove la cessione sia avvenuta a titolo di garanzia essa sarebbe revocabile in quanto mezzo di pagamento anomalo e non anche atto a titolo oneroso.

infine come diritto di credito svincolato dal titolo. La distinzione, non evidentissima, fu evidenziata la prima volta in una decisione di merito del Tribunale di Napoli il 22 settembre 1969, n. 5647, in cui si ritenne (anticipando una giurisprudenza poi stabilizzata) che l'art. 1260 C.C. determinava una cessione del credito intesa come posizione attiva inclusiva dell'azione per il suo recupero ma non anche l'intero rapporto da cui il credito trae origine. La conseguenza è che oggi, in sostanza, si ritiene che non trasferendosi il negozio nella sua interezza (es.; il contratto di lavoro), l'oggetto della cessione è insensibile ai rapporti tra cedente e debitore estranei a quelli che hanno specificamente determinato il credito.^[95] È cosa di cui si dovrà tenere conto trattando (più avanti) delle azioni a tutela delle parti del negozio di cessione.

Sempre legato al tema dell'oggetto, si deve anche ricordare che con la cessione si trasferiscono al cessionario, a norma dell'articolo 1263 C.C., privilegi, garanzie ed accessori ovvero, secondo una più distesa ricostruzione giurisprudenziale, tutte le "utilità" che il creditore può trarre dal credito ceduto^[96]. In effetti, va osservato che il concetto di accessorialità non è così scontato come può apparire *prima facie*: per cui, ad esempio, ad esempio, in ambito giurisprudenziale sono state ritenute accessori le preuduzioni così come le obbligazioni risarcitorie che seguono a ritardi di pagamento^[97], mentre

⁹⁵ Cfr. sul punto Cass. 3171/1976. Sotto un diverso profilo, sempre in materia di oggetto del trasferimento si dovrebbe rammentare quali siano i crediti cedibili, distinguendosi tra le previsioni codicistiche e quelle elaborate giurisprudenzialmente. Tra le codicistiche, si ricordano in particolare quelle dei due articoli 1260 e 1261 c.c., a norma dei quali non possono divenire cessionari di crediti i magistrati, cancellieri ed avvocati relativamente a crediti sorti dinanzi al Tribunale di cui fanno parte, ovvero non sono cedibili i crediti strettamente personali e quelli per cui esiste un divieto specifico per legge (i crediti strettamente personali sono quelli, ad esempio, dell'art. 447 c.c.; gli altri sono ipotesi non riconducibile ad in genus specifico ma da ricondursi più in generale al potere discrezionale del legislatore: si pensi all'art. 423 c.c. per cui i genitori esercenti la patria potestà non possono rendersi acquirenti, neppure per interposta persona, dei beni del minore; all'art. 378 c.c. in cui il divieto si estende ai tutori; ovvero all'art. 1471 c.c., per cui gli amministratori dei beni dello stato non possono essere compratori dei beni sottoposti al loro ministero). Più rilevanti sono, invece, alcune fattispecie particolari elaborate dalla giurisprudenza. Qui i dubbi sono sorti soprattutto in relazione a due ipotesi: la cessione parziale del credito e la cessione di crediti futuri. La cessione del credito parziale è prevista già dall'art. 1262 c.c. ed impone solamente al cedente di fornire una copia autentica dei documenti probatori (assumendo che tenga per sé gli originali). La cessione di crediti futuri, invece, è una creazione (almeno inizialmente) giurisprudenziale, indotta dall'art. 1349 c.c., che prevede che possano essere dedotti in contratto beni futuri, dall'art. 1346 c.c., che limita la realizzazione di nuovi contratti a quelli con oggetto possibile, lecito, determinato o determinabile, ed anche dall'art. 1472 c.c., a norma del quale la cosa futura può essere oggetto di compravendita. Più di recente, la previsione ha trovato un riconoscimento nella nuova dizione dell'art. 106 della legge fallimentare, il quale prevede che il curatore può cedere i crediti del fallito "compresi quelli di natura fiscale o futuri, anche se oggetto di contestazione".

⁹⁶ Così in particolare Cass. 2812/1986.

⁹⁷ Cfr. Cass. 2812/1986.

viceversa non sono state ritenute accessorie le clausole arbitrali ovverosia le garanzie bancarie di pronta soluzione^[98].

Anche la forma del negozio di cessione, ovviamente, ha una sua specifica rilevanza. E tuttavia, mentre per quanto attiene alla forma dell'atto di cessione in quanto tale bisognerà tornare a quanto detto in materia di causa variabile del negozio perchè essa dipende dalla funzione svolta nel caso concreto (semplificando: se la cessione fosse la contropartita di una vendita immobiliare, dovrebbe avere la forma scritta pena la nullità del negozio) diverso è il problema delle modalità con cui portare a conoscenza il debitore ceduto della cessione e così definire il momento in cui egli l'ha accettata o gli è stata notificata. Al riguardo, nonostante esista giurisprudenza minoritaria che parla molto in generale di strumenti di conoscenza^[99], facendo addirittura pensare che non vi sia bisogno di un documento, portato in qualche modo a conoscenza del ceduto, che lo garantisca sul chi sia il vero creditore si è soliti ritenere che la conoscenza debba avvenire mediante uno strumento idoneo; e che anzi lo strumento permetta di conoscere con esattezza il credito ceduto. Ciò significa che, fatti salvi pochissimi casi^[100], la notifica della cessione si ritiene integrata anche in presenza di forme di comunicazione diverse da quelle per atto giudiziario, purchè idonee ad assicurare la conoscenza^[101]. In questa ottica, sarebbero dunque sufficienti anche una lettera raccomandata o un plico raccomandato con avviso di ricevimento^[102]; ovvero una sottoscrizione del debitore per ricevuta^[103].

Infine, un ulteriore aspetto da valutare in sede di cessione del credito è quello delle azioni e delle eccezioni spettanti in giudizio alle parti del contratto di cessione.

La prima ipotesi è che il soggetto agente sia il cedente. A seguito della cessione si configura una successione nel processo a titolo particolare *ex art. 111 c.p.c.* per cui il pro-

⁹⁸ Cfr. Pretura di Roma 4 novembre 1992.

⁹⁹ Cfr. Cass. 571/1968; Cass. 5786/1984; Tribunale di Genova del 22 febbraio 2000.

¹⁰⁰ Così Cass. 1162/1966; ma soprattutto giurisprudenza di merito: Cfr. ad esempio Tribunale di Genova 29 agosto 1991

¹⁰¹ Così Cass. 11/1943 n. 11; ma fra le recenti Cfr. Cass. 7919/2004; Cass. 1510/2001; Cass.10788/1999.

¹⁰² Cfr. Cass. 948/1961.

¹⁰³ Così Trib. Milano 28 maggio 1990.

cesso prosegue fra le parti originarie. Il cessionario può intervenire nel processo^[104], ma il cedente rimane parte del processo in esecuzione delle regole generali sulla successione. Più complicato il caso di un eventuale intervento in appello, perché a norma dell'art 344 c.p.c. può ovviamente intervenire solo chi potrebbe proporre opposizione *ex art.* 404. Tuttavia, posto che la previsione non si applica al successore a titolo particolare^[105], ma anche a moltissime altre) nulla esclude che il cessionario intervenga anche nel giudizio di gravame. Egualmente, per inciso, accade nel corso del processo esecutivo, dove è evidentemente il cessionario il soggetto titolare del diritto al pagamento (e dunque soggetto da includere nell'eventuale piano di distribuzione).

Diverso è il problema delle azioni del cedente, perché a valle del contratto di cessione egli non è più titolare del diritto di credito. La giurisprudenza dunque (ragionando sulla base delle regole generali dell'efficacia della cessione) afferma che una sua azione sia possibile solo sino al momento della cessione^[106]; ma non manca chi la permette sino al momento in cui il debitore ceduto ne viene a conoscenza perché, in sostanza, sino a questo momento il debitore pagherebbe correttamente^[107].

Infine, per quanto riguarda le azioni del ceduto, l'unica ipotesi normativamente prevista è quella dell'art. 1248 C.C. sull'eccezione di compensazione per cui a seguito dell'accettazione della cessione da parte del debitore ceduto, questi non può più fare valere nei confronti del cessionario eventuali azioni di compensazione vantate verso il cedente. In mancanza di regole specifiche, dovrebbe valere il principio generale per cui a seguito della cessione il debitore ceduto può fare valere nei confronti del cessionario tutte le eccezioni che avrebbe potuto opporre al cedente sulla base del rapporto originario. In questa ottica, ad esempio, in un credito che trae origine da un negozio invalido, il ceduto può fare valere l'invalidità; nel caso in cui il credito sia minore del vantato, è diritto del ceduto azionarsi in redibitoria; in un caso di compravendita, se il

¹⁰⁴ Cass. 8168/1991.

¹⁰⁵ Cass. 6418/1986.

¹⁰⁶ Cass. 1312/2005; Cass. 3400/1979.

¹⁰⁷ Cass. 3400/1979.

bene compravenduto era viziato, il debitore che deve ancora pagare il prezzo può fare valere i vizi della compravendita *ex art.* 1990 C.C.^[108].

Quanto sopra rileva, in tema di cessione degli “UTP”, principalmente per quanto attiene alla causa ed alla forma dell’atto da questa dipendente. È abbastanza evidente che, in via di prassi, il trasferimento dei crediti da banche a soggetti terzi (siano essi privati, società, veicoli autorizzati) avviene avendo come causa la compravendita e come tale con contratti aventi forma scritta. Di norma l’atto viene poi portato a conoscenza del debitore ceduto con una vera e propria notifica (non si entra qui nel tema delle vendite in blocco in cui ovviamente la comunicazione è prevista in termini del tutto differenti) da cui discendono gli obblighi del debitore di pagare al creditore ceduto.

In tema di “UTP”, tuttavia, il vero problema in tema di cessioni è rappresentato dal prezzo. Mentre infatti il prezzo di cessione degli “NPL” può (relativamente) facilmente parametrizzarsi sul valore (in sede di realizzo) delle garanzie, nonché dal tempo necessario (zona geografica per zona geografica) per escuterle, nel caso degli “UTP” lo sconto sul valore è rappresentato dalla (difficile da determinarsi) variabile del rischio tipico della posizione in esame. Ne viene per conseguenza che mentre per gli “UTP” di alto valore economico la cessione, inevitabilmente preceduta dalla formazione di un consistente pacchetto informativo, potrebbe astrattamente risultare possibile, assai più difficile lo sarà per i crediti di piccolo taglio, dove l’unico modo per effettuare una valorizzazione statisticamente corretta sembra in effetti rappresentato da una cessione in numeri elevati, utilizzando gli strumenti all’uopo previsti (le cartolarizzazioni “*in primis*”).

5.5 CARTOLARIZZAZIONI E “INADEMPIENZE PROBABILI”. NUOVE INIZIATIVE LEGISLATIVE A TUTELA DELL’ISTITUTO

Uno strumento contiguo eppure diverso da quello della cessione *ex art.* 1260 C.C. S.S. è rappresentato dalle cartolarizzazioni, inizialmente in voga principalmente per la cessione di “NPL puri” (ovverosia di crediti da gestire in ottica puramente liquidatoria),

¹⁰⁸ Trib. Verona 4 maggio 1987.

ma più di recente utilizzato anche per le “Inadempienze Probabili”^[109].

Come noto, una operazione di cartolarizzazione si sostanzia nella cessione *pro soluto* di un dato portafoglio di crediti di titolarità di una banca (il cd. “*Originator*”) ad una società Veicolo costituita ai sensi della Legge 130 del 1999 (lo “*Special Purpose Vehicle*”, o “*SPV*”)^[110]. Lo “*SPV*” paga per l’acquisto un prezzo determinato (che nel caso delle sofferenze recuperabili solo con strumenti liquidatori è determinato essenzialmente dal valore attribuito alle garanzie e dal tempo previsto per la loro escussione^[111]) finanziandosi con l’emissione di obbligazioni (“*Bonds*”) in cui vengono incorporati i crediti (i cd. “*Asset-Backed – Securities*”, o “*ABS*”). Le obbligazioni sono tradizionalmente suddivise in *tranches* e sottoscritte da investitori (i “*Noteholders*”) tra cui solitamente, ma in percentuale minima, la banca originatrice. L’attività di recupero del credito viene poi affidata ad un soggetto diverso dall’*Originator*, il cd. “*Servicer*”, mediante appositi con-

¹⁰⁹ Secondo un prospetto di Banca Ifis nel 2019 (*Market Watch NPL, Npl Meeting*, settembre 2019), si stimavano cessioni di UTPs per circa 29 miliardi, dato sicuramente in aumento, conseguentemente al prevedibile incremento di posizioni qualificabili come UTP, a seguito della crisi dovuta all'emergenza *Covid-19* (vedi *supra*).

¹¹⁰ 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, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione e instaura un quadro specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Ai sensi dell’art. 1 L. 130/1999, la cartolarizzazione è una operazione di “cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti che futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, per finanziare il cui acquisto la società cessionaria emette o fa emettere da altra società titoli offerti in sottoscrizione a terzi, con il vincolo di destinare in via esclusiva le somme corrisposte dai debitori ceduti al soddisfacimento dei diritti incorporati nei predetti titoli, oltre che al pagamento dei costi dell’operazione”. Secondo il disposto dell’art. 2 del Regolamento UE 2017/2402 la cartolarizzazione dei crediti consiste in “l’operazione o lo schema in cui il rischio di credito associato ad un’esposizione o a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti, avente tutte le seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell’ambito dell’operazione o dello schema dipendono dalla performance dell’esposizione o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell’operazione o dello schema; c) l’operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all’articolo 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013”. Sul punto, tra i tanti, vedi 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, 489; PARDOLESÌ (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*, Milano, 1999; RORDORF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in Società, 2000, 1163; SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*. Milano, 2004.

¹¹¹ Sul punto, vedi, in particolare, A. MALINCONICO - F. PARENTE, *Dalla gestione in outsourcing alla cessione di Npl: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*, in *Bancaria*, 5, 2017, 74, secondo cui sussiste spesso un “forte divario tra i valori dei crediti iscritti a libro e il prezzo riconosciuto da eventuali investitori per l’acquisto delle sofferenze bancarie”. Infatti, se anche il prezzo è fortemente influenzato dalla tipologia del credito ed in particolare dalla tipologia di garanzia presente, contribuiscono, inoltre, a determinare tale differenza di valore il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa e il fatto che “le banche rilevano i costi indiretti di gestione dei Npls nel bilancio dell’esercizio di competenza, mentre i potenziali acquirenti li deducono immediatamente dal loro valore netto, riducendo, di conseguenza, il prezzo di acquisto effettivo”. Si veda anche M. LA TORRE - G. VENTO - H. CHIAPPINI - G. LIA, *Cessione degli Npl e reazione dei mercati: c’è un vuoto a rendere?*, in *Bancaria*, 3, 2019. Nonché F. SARTORI, *Sul “diritto alla gestione degli attivi problematici (Non performing Loans): linee dell’evoluzione normativa*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, che evidenzia come un tale trasferimento di valore (dall’ente creditizio agli investitori, che riduce la dimensione patrimoniale della banca a vantaggio della profittabilità degli acquirenti) appaia poco compatibile con le condizioni in cui versa il settore bancario italiano.

tratti di gestione (i contratti di “*Servicing*”).

Lo strumento delle cartolarizzazioni, ampiamente utilizzato dal sistema bancario per ridurre il volume dei deteriorati presenti nel proprio bilancio, 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 (non si era, in altre parole, provveduto alle dovute svalutazioni), e dall'altro al crollo verticale del mercato immobiliare, che aveva trascinato con se le garanzie reali concesse alle banche a garanzia dei crediti^[112]. Dopo molti anni (ed a seguito delle dovute svalutazioni, che per inteso hanno spesso imposto alle banche anche consequenziali aumenti di capitale) le operazioni di cartolarizzazioni hanno ripreso a funzionare, dapprima solo ed esclusivamente per crediti recuperabili con ricorso a strumenti liquidatori, ma poi, più di recente, per quei crediti che in Italia si amano qualificare come “UTP”.

Al netto di problematiche qualificatorie (è possibile che tra gli “UTP” ceduti si siano trasferiti anche “NPL” propriamente detti), e soprattutto valutative (un “UTP” supportato da garanzie reali può essere facilmente valutato, al ribasso, sulla base del valore di quest'ultime), è però vero che tali cessioni sono state agevolate da diversi interventi legislativi^[113], che hanno reso conveniente l'esercizio delle cartolarizzazioni anche per

¹¹² La tecnica finanziaria (c.d. *securitization*) in cui si sostanzia la cartolarizzazione nasce negli Stati Uniti d'America intorno agli Anni 70, quando gli intermediari finanziari, in un contesto di grave crisi, escogitarono una strategia per far fronte alla mancanza di liquidità. Questa tecnica di *securitization* aveva il doppio vantaggio di (I) smobilizzare i crediti di cui erano titolari gli intermediari nei confronti dei relativi clienti e (II) di presentare ridotti coefficienti di rischio. Queste due caratteristiche resero le operazioni di cartolarizzazione la scelta quasi unanime delle banche italiane che si trovavano a gestire le proprie esposizioni deteriorate (Cfr. F. CESARINI, *Le conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive dei crediti deteriorati: alcune riflessioni*, cit., 9 ss.); ciò, tra l'altro, contrariamente alla opinione dilagante a seguito della crisi del 2008, per cui le operazioni di cartolarizzazione, considerate “*la perversione della finanza*”, erano asseritamente la causa delle “opacità” alla base della Grande Crisi del 2008 (in questo senso, Cfr. PILATI, *Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità*, Banca d'Italia, 9 novembre 2017: “*La struttura della cartolarizzazione è una fonte di rischio: strutture complesse e opache, infatti, possono rendere difficile la comprensione del meccanismo di generazione dei flussi di cassa attesi, incluse le eventuali interruzioni che possono connotarlo nel corso del tempo. La crisi ha inoltre mostrato che anche strutture semplici e trasparenti possono registrare una cattiva performance in presenza di deboli standard di sottoscrizione (underwriting) e di un inadeguato assetto di governance dell'operazione*”).

Vedi, sul punto e tra i vari, F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., 25 s.s.; P. MESSINA, *Unlikely to pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, cit., 213 s.s.

¹¹³ La Legge 30 aprile 1999 n. 130 ha subito vari interventi novellatori; dei più recenti e rilevanti in questa sede, viene fatta menzione più avanti. Tuttavia, 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*.

mere “Inadempienze Probabili”.

Innanzitutto, è stata emanata la L. 96/2017^[14], con cui si è di fatto permesso alle società Veicolo lo svolgimento di operatività funzionali a 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,

¹⁴ Si tratta della riforma operata dall’art. 60sexies 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”. (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.). Come rilevato dai primi commentatori, il nuovo art. 7.1 ha il precipuo 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” (Cfr. G. GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, cit., 8.) permettendo una gestione dei crediti deteriorati non più in un’ottica meramente recuperatoria (ideale per gli NPL “puri”), bensì dinamica (strategia, invece, necessaria per una gestione proattiva delle posizioni qualificabili come UTP. Su cui Cfr. CARRIERE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in Riv. dir. Banc., 2017, 1. In generale, sulla riforma del 2017 si veda anche CARRIERE, ALBAMONTE, *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, in www.bancaditalia.it; GUERRIERI, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2017, IV, 472; SARTORI, *Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)”: linee dell’evoluzione normativa*, in Riv. dir. Bancario, 2018, 8.). 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 da una banca oppure ad un intermediario finanziario (comma 7). Il comma 2 riprende l’art. 1 comma ter, introdotto dalla riforma del 2014 (vedi nota precedente) 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 o 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 caso in cui le società di cartolarizzazione provvedano, ai sensi di questa disposizione, ad una operazione di debt to equity swap, 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” (comma 7). 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, in deroga alla normativa integrativa emanata da Banca d’Italia, 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 messa a disposizione sul sito *internet* del cedente e del cessionario 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.

con ragionevoli prospettive di ritorno in bonis attraverso la revisione o l'ampliamento delle linee finanziarie o la riduzione della leva finanziaria mediante aumenti di capitale^[115], permettendo alle società Veicolo di effettuare operazioni di "debt to equity swap" sottoscrivendo il capitale o verso altri strumenti partecipativi emessi dal debitore in conversione dei finanziamenti. In altre parole, si è ampliata la funzionalità dei veicoli di cartolarizzazione permettendogli l'esercizio di una vera e propria attività di ristrutturazione (o comunque, di supporto alla ristrutturazione) delle società debentrici. Inoltre, si è previsto che "le tranches di cartolarizzazione che rappresentano il credito della società Veicolo, potranno essere senior rispetto a quelle mezzanine e junior emesse a fronte del debito pregresso ceduto alla stessa società Veicolo"^[116]. Si è, in altre parole, abbassato il livello di rischio dei "Noteholders" della tranche Senior rendendo sempre più appetibile la sottoscrizione dei "Bonds" e così semplificando il ricorso alle cartolarizzazioni.

In secondo luogo, con l'approvazione del Decreto Crescita (D.L. 34/2019)^[117] si sono apportate ulteriori modifiche alla legge sulle cartolarizzazioni funzionali ad una maggiore efficienza fiscale del sistema. In particolare, con l'introduzione di un comma 4 ter nella legge 130/1999 si è prevista la possibilità per la banca di cedere una posizione a rischio senza dovere procedere alla chiusura dei contratti di credito o allo spostamento

¹¹⁵ MESSINA, *Unlikely to pay, potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2, 2019, 198.

¹¹⁶ PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi ed opportunità. Intervento al convegno AIAF*, Milano, 9 novembre 2017.

¹¹⁷ Come noto, il D.L. n. 34 del 30 aprile 2019 ha previsto al comma 4-ter dell'art. 4 della L. 130/99 che "la banca cedente può, altresì, trasferire ad una banca o intermediario finanziario di cui all'articolo 106 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, ai sensi dell'articolo 58 del medesimo decreto legislativo n. 385 del 1993, gli impegni o la facoltà di erogazione derivanti dal relativo contratto di apertura di credito o affidamento, separatamente dal conto cui l'apertura di credito è collegata e mantenendo la domiciliazione del conto medesimo. A seguito della cessione, gli incassi registrati su tale conto continuano a essere imputati ai debiti nascenti dai contratti di apertura di credito o di affidamento, anche se sorti successivamente alla cessione, secondo le modalità contrattualmente previste". Sempre nello stesso D.L., si è previsto, altresì, un ampliamento dei soggetti a cui le società di cartolarizzazione possono concedere finanziamenti ai sensi dell'art. 7.1., comma 3, la possibilità di costituire più società Veicolo di appoggio per l'attività di gestione, acquisizione e valorizzazione di beni immobili o di beni mobili registrati, nonché l'applicazione dell'art. 58 TUB ai trasferimenti alle società Veicolo di appoggio di tali beni immobili o mobili registrati anche in assenza di rapporti giuridici individuabili in blocco. È stata inoltre introdotta la possibilità che la società Veicolo di appoggio, che acquista beni oggetto di locazione finanziaria unitamente ai contratti, sia consolidata nel bilancio, non solo di una banca, come previsto in passato, ma anche di un intermediario finanziario ex art. 106 T.U.B. Per completezza, si ricorda che la Legge di Bilancio 2020 ha esteso l'applicazione della disciplina di cui all'art. 7.1. alle cessioni di crediti effettuate nell'ambito di operazioni a valenza sociale che prevedono la concessione in locazione al debitore dell'immobile in garanzia del credito ceduto (Cfr., sulle c.d. cartolarizzazioni sociali, U. MALVAGNA - A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'onda lunga della pandemia e l'esigenza di una gestione "sociale" delle sofferenze bancarie*, in *Sistema produttivo post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, MALVAGNA - SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), Pisa, 2021).

dei conti correnti. Si tratta, questo, di un tema di grande rilevanza in materia di “UTP”, dove a fronte di un ipotetico certo numero di finanziamenti, non è necessario provvedere al trasferimento di ognuno di essi, ma eventualmente anche solo alcuni di loro, al fine di ottenere una riduzione del rischio cliente. Gli incassi che si dovessero però registrare sui conti mantenuti dalla cedente costituiscono a tutti gli effetti un patrimonio separato da quello della banca, segregato, su cui come tale non sono ammesse azioni che non siano quelle dei “*Noteholders*”.

Infine, una terza facilitazione alle operazioni di cartolarizzazione, dichiaratamente funzionale a purgare i bilanci bancari da crediti di difficile solvibilità, è rappresentata dalla “Garanzia Cartolarizzazioni Sofferenze”, le cd. “*GACS*”, con cui lo stato garantisce i detentori dei titoli *Senior* per il caso di mancato pagamento delle somme dovute per *capitae* e interessi. Di fatto, esse dunque permette al titolare del titolo *senior* il pagamento della cedola per l’intera durata dell’operazione, divenendo in questo senso quasi una sorta di Linea di Liquidità^[118]. Il rilievo che i *Gacs* hanno assunto^[119], e la loro evidente funzionalità, hanno determinato, tra l’altro, un loro costante rinnovo, Originariamente, a norma della L. 8 aprile 2016 n. 49, essi avrebbero dovuto avere una validità di 18 mesi (*ergo*: lo Stato avrebbe emesso tali specifiche forme di garanzie per 18 mesi a partire dal 8 aprile 2016), ma poi sono state concesse ulteriori quattro proroghe, di talchè a norma dell’ultima, con il D.L. 22.2019, se ne è estesa l’utilizzabilità sino al giugno 2022.

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

¹¹⁸ MESSINA, *Unlikely to pay, potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in Rivista trimestrale di diritto dell’economia, 2, 2019, 2019.

¹¹⁹ Sulla normativa dei *Gacs* e le sue evoluzioni si veda anche M. MAGGIOLINO, *La garanzia dello Stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, in Riv. trim. ec., suppl. 2/2019, 113 ss.

cessioni “*single name*” si tratterà di operazioni di maggiore cabotaggio in cui il maggiore margine di guadagno legitimerà una *Due Diligence* preventiva che permetta di valutare *ex ante* non solo il livello delle garanzie eventualmente sistenti, ma la rimodulabilità del credito, i possibili innesti di liquidità, financo la potenziale ristrutturazione del modello aziendale, la stessa cosa non sarà possibile (o più esattamente, risulterà oltremodo difficile) nel caso di cessione di portafogli caratterizzato 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 (nei confronti di “NPL”) livello di solvibilità.

Alternativamente (ed è una speranza ragionevole) si può altresì ipotizzare che, almeno in un più lungo periodo, le stesse banche, i *Servicers*, financo i professionisti dedicati ad assisterle, riescano nel tempo a formare dei raggruppamenti di crediti, suddivisioni, categorie (“*clusters*”), sulla base delle differenze e similitudini prima ricordate, che permettano, statisticamente e nei grandi numeri, una valorizzazione realistica del portafoglio.

5.6 IL TRASFERIMENTO DI CREDITI “*UNLIKELY TO PAY*” IN CAMBIO DI QUOTE DI “FONDI DI RISTRUTTURAZIONE”

È innegabile che tra le 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 anche innegabile, tuttavia, che la cessione avrà per le banche un costo non indifferente, perchè i 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. Non diversamente accadrà nel caso delle cartolarizzazioni, dove la valorizzazione avverrà comunque sempre immaginando il livello di resa potenziale del portafoglio ceduto.

Diversa strategia, funzionale a ridurre i costi dell’operazione, sembra allora quella di trasferire il portafogli crediti a dei fondi di investimento in cambio di quote di parteci-

pazione emesse dagli stessi fondi cessionari, ottenendo così ilduplicato risultato, da un lato, di garantire alla banca la redditività derivante dalla partecipazione al fondo, ma dall'altro ottenendo anche il deconsolidamento del portafoglio a ragione della separazione del patrimonio del fondo con quello della banca^[120].

L'idea, originariamente elaborata (purtroppo senza effetti pratici) poco dopo la menzionata crisi finanziaria del 2007 al fine di permettere la cessione di portafogli che le cartolarizzazioni, al tempo pressochè irrealizzabili, non permettevano, è stata oggetto di un recente intervento congiunto da parte di Banca d'Italia, Consob ed Ivass, che hanno redatto il documento n. 8 in materia di trattamento in bilancio delle cessioni di tipo multioriginator di portafogli creditizi deteriorati diversi dalle sofferenze (e dunque cio' che solitamente in Italia chiamiamo "UTP")^[121]. Si tratta di un documento redatto a valle di un esame di alcune operazioni di settore (vendite "pro soluto" di crediti "UTP"), in cui gli scriventi esaminano le condizioni del potenziale consolidamento del fondo nei bilanci delle banche coinvolte, quelle (importantissime) che presiedono all'eliminazione contabile dei crediti trasferiti, la valutazione delle quote del fondo e le varie informative da fornire nelle rendicontazioni contabili obbligatorie. Si tratta, anche, di un documento che riguarda essenzialmente fondi definibili come "di ristrutturazione". Secondo il documento, infatti, le linee guida elaborate dagli scriventi riguardano casi in cui "scopo principale del Fondo è quello di migliorare la qualità dei debitori e i tassi di recupero dei crediti acquistati attraverso processi di ristrutturazione aziendale (con l'ausilio di manager industriali esperti), l'apporto di nuova finanza e la conversione di debiti in azioni (debt-equity swaps)".

¹²⁰ Si tratta, dunque, di una modalità alternativa di gestione di crediti deteriorati, che persegue lo stesso fine delle cartolarizzazioni o cessioni di tali crediti - l'eliminazione di detti crediti dai bilanci delle banche - ai sensi dell'IFRS 9 (Cfr. V. LEMMA, *I fondi NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in Riv. trim. econ., suppl. 2/2019, 177: "Appare utile considerare la possibilità che i crediti deteriorati debbano fuoriuscire dai bilanci bancari al fine di poter recuperare il loro valore intrinseco"), tuttavia l'utilizzo dello schema degli Oicr avrebbe il vantaggio di consentire una più elevata valorizzazione dei crediti (Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in Riv. trim. dir. Econ., suppl. 2/2019, 1.). In generale, sui fondi comuni di investimento, v. anche CARRIERE, *I fondi comuni di ristrutturazione: tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in Riv. delle società, 2016, IV, 718; COSTI, *Il mercato immobiliare*, Torino, 2016; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015.

¹²¹ Documento Banca d'Italia/Consob/Ivass n. 8, *Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-solutodi crediti unlikely to pay ("UTP") in cambio di quote di fondi di investimento*, 14 aprile 2020.

Sempre secondo il documento, principio cardine per ottenere un deconsolidamento dei crediti ceduti, è quello della piena autonomia della SGR nei confronti del cedente. Ai sensi dell'*International Financial Reporting Standard* n. 10 paragrafo 7, tuttavia, un investitore controlla un'entità oggetto di investimento se ha contemporaneamente: I) il potere sull'entità oggetto di investimento; II) l'esposizione o i diritti a rendimenti variabili derivanti dal rapporto con l'entità oggetto di investimento; e III) la capacità di esercitare il proprio potere sull'entità oggetto di investimento per incidere sull'ammontare dei suoi rendimenti. Ne discende che, non essendo tali variabili determinabili a priori ma dipendendo strettamente da una serie di fattori che riguardano, tra l'altro, il regolamento del fondo, il sistema degli incentivi relativi alla remunerazione, addirittura eventuali ruoli operativi che i cedenti dovessero rivestire nell'operazione ("Arranger", "Servicer", erogatore di nuova finanza), è a tali requisiti cui si dovrà porre attenzione in sede di strutturazione dell'operazione ovvero sia addirittura di istituzione del fondo.

Una volta che siano soddisfatti tali requisiti di autonomia, si può procedere alla "derecognition" dei crediti se sono soddisfatte anche le condizioni di cui alla sezione 3.2. dell'IFRS n. 9, e più esattamente se vi è stato il trasferimento sostanziale di tutti i rischi e benefici connessi alla proprietà dei crediti. Anche in questo caso, non sussiste uno strumento per una valutazione automatica del problema, potendosi solamente, di fatto, valutare i flussi degli importi finanziari dell'attività trasferita ante e post trasferimento. Se essi sono (almeno sostanzialmente) coincidenti, si dirà che non vi è stato effettivo trasferimento; mentre di trasferimento reale si potrà parlare quando si verifica una discrasia tra i due.

Ovviamente, in termini non solo regolamentari ma anche più spiccatamente operativi, permane il problema caratteristico di tale tipologia di operazione rappresentato dai criteri di valorizzazione dei crediti ceduti. Il Documento n. 8 (ad ulteriore prova della reale separazione dei crediti dalla banca cedente) parla di valutazione al "Fair Value Through Profit and Loss"; ma è evidente che proprio l'estrema varietà che caratterizza gli "UTP" renderà difficile una valutazione oggettiva. Di più, risulta evidente dai requisiti richiesti per potersi procedere ad un deconsolidamento che è necessario (per evitare un controllo di fatto sulla SGR) che al fondo partecipino un certo numero di cedenti. Questo potrebbe, nel caso particolare degli "UTP", complicare ancora maggiormente il

quadro di riferimento, dovendosi individuare preventivamente degli strumenti valutativi dei crediti condivisi dai vari cedenti. Come conseguenza (ripetendo quanto già detto in materia di cessioni di crediti in blocco), anche in questo caso risulterà essenziale il formarsi, nel tempo di “clusters” di natura relativamente oggettiva che tengano conto – più ancora della storia e dell’affidabilità della banca cedente – del livello effettivo di rischio che caratterizza i singoli crediti ceduti quali il valore del credito, del tempo trascorso dalla classificazione come “UTP”, del rapporto tra credito iniziale e credito residuo, della sua collocazione geografica, della sua appartenenza all’una o all’altra categoria produttiva o settore economico di riferimento dell’esistenza o meno di piani di ristrutturazione condivisi, *etc.*

In estrema sintesi, a completamento di quanto sopra, si direbbe che 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 prima menzionate 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. Posto che però, per potersi provvedere a un deconsolidamento, è anche necessario che sussista una reale separazione tra cedente e società di gestione risparmio, e che dunque a valle della cessione il cedente perderà effettivamente il controllo gestorio del credito, si dovranno 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 (ove necessario) individualizzata.

5.7 IL DETERIORAMENTO DEGLI “UTP” TRA ALLERTA PRECOCE E PREVISIONI DI DIRITTO FALLIMENTARE. NOTE GENERALI

Nei paragrafi precedenti si è trattato della circolazione degli “UTP” come inevitabile conseguenza della loro qualifica Eurounitaria di “NPE”.

Più esattamente si è osservato che anche quelle posizioni che Banca di Italia qualifica come “Inadempienze Probabili” (e così quei crediti che il creditore dubita di riuscire ad escutere per intero senza il ricorso all’escussione delle garanzie) sono posizioni comunque assoggettate alle regole del “*Calendar Provisioning*”, con l’effetto per cui – di fatto e per rispettare il contenuto di tale disciplina – le banche saranno atte costrette (se non provvedono a ristrutturazioni “*in house*”) ad un loro trasferimento a terzi tramite cessioni “*single name*”, cartolarizzazioni, trasferimento a fondi di ristrutturazione.

In questa ottica, riflettendo esclusivamente sulla natura degli “UTP”, al netto dell’ipotesi (davvero improbabile a verificarsi) del fallito che ha sempre onorato i propri debiti a matrice bancaria, sembra inevitabile pensare che qualora essi dovessero deteriorare passando (per usare parametri di diritto interno) da “Inadempienze Probabili” a “Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate” (esposizioni cioè in cui lo scaduto o lo sconfinamento ha carattere continuativo) e poi magari a “Sofferenze” (e così a crediti verso un debitore in stato di insolvenza o situazioni equiparabili), ci si troverebbe all’interno di una materia del tutto eccedente i confini delle presenti note.

Detto in altre parole, si potrebbe cioè pensare (e la riflessione sarebbe difficilmente contestabile), che qualora il debitore non adempia regolarmente o addirittura divenga insolvente, la sua posizione non sarebbe più qualificabile come “UTP” (con l’eccezione prima riportata) e le riflessioni appena effettuate andrebbero integralmente rimodulate.

Una considerazione che ci sembra conveniente effettuare, sia pure in termini inevitabilmente prospettici, riguarda, invece, il tema delle procedure di allerta previste dalla direttiva 2019/1023 (non ancora recepita) in relazione a quelle previste invece dal nuovo Codice della Crisi. Ci sembra, in effetti, che se gli “UTP” riguardano di fatto situazioni creditorie a rischio, essi dovrebbero essere il “*target*” primario di quegli indici di allerta specificamente immaginati per effettuare quelle ristrutturazioni (finanziarie o aziendali) funzionali ad un pieno recupero del debitore all’interno del sistema produt-

tivo nazionale^[122]. Viceversa, se si esamina la disciplina eurounitaria e quella nazionale in materia, né non solo sussistono differenze tra la disciplina delle allerte previste all'interno dei due sistemi, ma soprattutto non è affatto sicura la loro applicabilità alla categoria degli "UTP" come specificamente definita dalla Banca d'Italia.

Innanzitutto, per quanto attiene alla funzione della Direttiva 1023, è cosa nota che essa è volta a fornire alcuni indirizzi generali per realizzare, negli Stati membri, "un contesto normativo favorevole al recupero delle imprese in crisi e garante dei diritti sia dei creditori che dei consumatori"^[123]. Si tratta, cioè, di una "normativa sulla pre-insolvenza e sulla ristrutturazione anticipata, finalizzata, appunto, al recupero di una impresa prima che la situazione sia così deteriorata da necessitare l'accesso alle procedure concorsuali"^[124] che non serve né a creare una disciplina globale delle imprese in crisi né tantomeno a determinare una (forse urgente) armonizzazione del diritto fallimentare dell'Unione.

Al netto della asimmetria che ciò ingenera rispetto al sistema regolatorio degli intermediari creditizi^[125], per quanto qui più interessa non è però ben chiaro se le procedure di allerta e i processi ristrutturativi previsti comprendano o meno le "inadempienze probabili"; e se come tale debbano o meno applicarsi anche agli "UTP" quell'insieme di previsioni che riguardano il diritto del debitore di accedere a uno o più strumenti di allerta che gli permettano di agire senza indugio per evitare l'insolvenza (art. 3 della Direttiva),

¹²² Nonché, ma l'argomento eccede l'oggetto delle presenti note, dello strumento della composizione negoziata della crisi di impresa introdotto nel nostro ordinamento dal D.L. 118/2021.

¹²³ Cfr. sul punto S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/1023*, in Riv. dir. Fall. 2019, I, pag. 1259 s.s.

¹²⁴ 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, 16. Per una panoramica sulla Direttiva, Cfr. L. PANZANI, *Conservazione dell'impresa, interesse pubblico e tutela dei creditori: considerazioni a margine della proposta di direttiva in tema di armonizzazione delle procedure di ristrutturazione*, in www.ilcaso.it, 11 settembre 2017, 1 s.s., e L. STANGHELLINI, *La proposta di direttiva U.E. in materia di insolvenza*, in *Fallimento*, 2017, 873 s.s.

¹²⁵ Asimmetria per cui da un lato esiste un sistema uniforme di criteri valutativi mentre dall'altro si trovano diritti concorsuali consistentemente differenti (cosa questa che rende più complessa una integrazione comunitaria del mercato dei capitali). Si legga al proposito quanto sostenuto dalla Banca Centrale Europea, *Parere 7 giugno 2017 su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE*; in G.U. Unione Europea, 21.7.2017: "procedure di insolvenza prevedibili rafforzano le operazioni transfrontaliere sui mercati dei capitali, mentre procedure di insolvenza imprevedibili, in particolare in un contesto transfrontaliero, costituiscono un ostacolo significativo a un'ulteriore integrazione del mercato dei capitali. Analogamente, in un contesto caratterizzato da livelli elevati di crediti deteriorati attualmente gravanti sui bilanci delle banche europee, la prevedibilità e la trasparenza di tali processi potrebbe contribuire a rafforzare mercati del debito in difficoltà nell'Unione, che al momento sono maggiormente concentrati in ambito domestico".

di ricorrere a strumenti di ristrutturazione preventiva che gli permettano di preservare l'attività imprenditoriale (art. 4 della Direttiva); che gli garantiscano il controllo almeno parziale dei suoi attivi mentre accede alla menzionata ristrutturazione (art. 5 della Direttiva); che gli permettano di beneficiare, nello stesso tempo, della sospensione delle azioni esecutive individuali (art.6 della Direttiva); *etc.*

Al riguardo, posto che l'oggetto della Direttiva, all'articolo 1, "*stabilisce norme in materia di quadri di ristrutturazione preventiva*" e "*procedure che portano all'esdebitazione dai debiti*" per quel "*debitore che versa in difficoltà finanziarie e per il quale sussiste una probabilità di insolvenza*", verrebbe in effetti naturale pensare che, data l'ampiezza della definizione relativa ai soggetti coinvolti (i debitori in difficoltà finanziarie), il sistema possa estendersi a ricomprendere anche le "*Inadempienze Probabili*". In realtà, per quanto singolare possa apparire la cosa (ed in effetti non c'è chi non veda come le previsioni della direttiva ben si attaglierebbero alla materia degli "*Inadempimenti Probabili*"), se si esamina con attenzione il problema, la questione risulta, almeno, dubbia.

Come più volte ricordato, le "*Inadempienze Probabili*" si qualificano come tali quando il creditore ritiene improbabile di riuscire a realizzare integralmente il proprio credito senza il ricorso all'escussione delle garanzie, con l'effetto per cui da un lato possono rientrare nella categoria anche soggetti che allo stato sono capaci di adempiere alle proprie obbligazioni ma fanno parte, ad esempio, di categorie produttive che, in un dato momento storico, risultano particolarmente inclini a soffrire la congiuntura economica; mentre dall'altro vi possono rientrare anche quei soggetti che viceversa versano già in difficoltà economiche e finanziarie conclamate ma i cui sconfinamenti non hanno carattere continuativo (e che come tali non possono essere fatti rientrare nella diversa categoria delle "*Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate*"). All'interno della medesima fattispecie rientrano, dunque, ipotesi sostanzialmente diverse determinate alternativamente da un giudizio di pericolo a natura prettamente prognostico così come come da una situazione di difficoltà di natura oggettiva.

A sua volta, la Direttiva 1023, pure funzionale ad evitare un deterioramento dei crediti, prevede sì una miscela di valutazioni prognostiche ed a natura oggettiva, ma queste sono, per loro natura, profondamente diverse da quelle del diritto interno. Il dato oggettivo è infatti in questo caso rappresentato dalle difficoltà finanziarie (astrattamente possibili

anche per le “Inadempienze Probabili”), che però in questo caso si uniscono ad un giudizio prognostico relativo ad una possibile deriva verso uno stato di insolvenza possibile, ma certamente non frequente, in un UTP che possa davvero definirsi tale.

L'effetto di tale discronia normativa si riassume in una profonda incertezza riguardo l'applicabilità agli “UTP” di previsioni contenute all'interno della direttiva. Quando si può dire che una Inadempienza Probabile merita di venire integralmente assoggettata alle previsioni della Direttiva 1023? Possiamo immaginare che la soluzione non possa essere data che tramite un esame caso per caso. Ad esempio, si può immaginare il caso di un debitore che incorra in ritardi non continuativi nell'adempimento delle proprie obbligazioni ma che faccia parte di un ceto produttivo a rischio e risulti capace di sostenersi solo mediante continue iniezioni di liquidità da parte dei propri soci (e per molte imprese di origine familiare la cosa non è affatto improbabile): in questo caso il suo debito potrebbe essere qualificato come “UTP” e purtuttavia essere anche assoggettato alle previsioni della direttiva. Mentre viceversa non sarebbe soggetto alla disciplina eurounitaria un credito che dovesse essere fatto rientrare tra le “Inadempienze Probabili” per il pericolo implicito nel settore merceologico di riferimento e la sua eventuale collocazione geografica, ma che viceversa non fosse proprio di un soggetto in difficoltà finanziaria ovvero a rischio di una futura insolvenza.

Sebbene fosse auspicabile un coordinamento tra il contenuto della Direttiva (sia pure caratterizzata dalle incertezze accennate^[126]) e le previsioni sull'allerta immaginate dalla legge di riforma del diritto fallimentare (che non a caso abbandona platealmente l'espressione di Legge fallimentare preferendo la più rassicurante espressione di Codice della crisi), la disciplina di diritto italiano si differenzia notevolmente da quella eurounitaria. Alcuni principi sono, in realtà, i medesimi. L'idea di fondo che ispira le due discipline è che il fallimento, in sostanza, è una deriva potenzialmente evitabile (e dannosa per il sistema paese e non solo per il fallito ed i suoi creditori) se l'impresa viene avvertita del pericolo con ampio anticipo, e riesce a mettere in piedi (e/o viene costretta a mettere in piedi) un idoneo sistema di difese. Uno dei principi cardine, in questo senso, è proprio rappresentato da un lato dalla corretta individuazione degli indici di allerta, perché il ri-

¹²⁶ Si ricordi, tuttavia, che i problemi relativi all'assoggettamento alla Direttiva delle Inadempienze Probabili, o “UTP” deriva dall'esistenza di una classificazione presente solo in Italia.

tardo nel percepire i segnali di crisi determinano frequentemente una deriva verso una potenziale insolvenza; e dall'altro l'immediato ricorso (volontario o anche coartato) a strumenti ristrutturativi.

Se però dalle riflessioni generali si passa al dettaglio normativo, ci si accorge subito di una discrasia nel campo di applicazione della Direttiva e nel Codice della Crisi. Mentre infatti soggetti alla Direttiva sono quei debitori caratterizzati dai due prima citato requisiti della difficoltà finanziaria e del (potenziale) rischio di insolvenza, l'art. 13 del Decreto Legislativo 14 del 2019 tratta sotto un profilo puramente oggettivo di “*squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore*”, e, per quanto attiene ad una visione prospettica, di una teorica sostenibilità dei debiti per almeno sei mesi ed una prospettiva di continuità aziendale per l'esercizio in corso (ovvero, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione È inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi). La direttiva, dunque, fa riferimento ad una crisi temporanea di natura finanziaria che in difetto di interventi immediati (ad esempio una rimodulazione dei finanziamenti) potrebbe sfociare nell'insolvenza, mentre gli indici di allerta di origine nazionale vogliono invece una crisi sistemica dell'imprenditore^[127]. Se anche le due cose “possano” in alcuni casi coincidere (l'imprenditore che si trova in difficoltà a ragione dell'eccessivo livello di finanziamenti goduti dall'azienda) non è affatto detto che coincidano sempre.

Nel caso specifico degli “UTP”, poi, la questione si complica ancora, perché una “Inadempienza Probabile” non impone affatti quegli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, previsti dal Codice della Crisi. Si direbbe, in effetti, che il rischio di non riuscire a recuperare per intero il proprio credito senza il ricorso all'escussione delle garanzie “possa” verificarsi in presenza del citato squilibrio; ma diversamente da quanto previsto per le procedure di allerta, in cui la crisi sembra di origine strutturale (lo squilibrio tra patrimonio e reddito) sia più usuale per ragioni contingenti quali una ipotetica crisi di liquidità ovvero le difficoltà tipiche di una data categoria aziendale e merceologica. Ne discende che anche in questo caso, come già detto trattando della Direttiva

¹²⁷ Cfr. S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/1023*, in, Riv. dir. Fall. 2019, 1, pag. 1267, secondo cui la preinsolvenza sarebbe il presupposto, “escludendo dall'accesso alle procedure preventive le imprese che versino in difficoltà economiche o di tipo industriale.”

1023, la possibilità di applicare la disciplina delle allerte previste dal Codice della Crisi andrà esaminata caso per caso, con gli inevitabili incerti e le ambiguità che tale valutazione comporta ma – soprattutto – con il rischio di un drammatico ritardo nell’azione i necessari strumenti di salvaguardia (si rifletta, al riguardo, sugli effetti che derivano dall’applicazione degli indici di allerta: si pensi agli obblighi di segnalazione dell’articolo 14, che fanno tra l’altro riferimento proprio ad un difetto di equilibrio economico finanziario;^[128] alle informative inviate al debitore dall’Agenzie delle Entrate e dall’INPS; alle segnalazioni all’Organismo di Composizione della Crisi di Impresa, *etc.*).

Riassuntivamente, si è di fronte, ancora una volta, ad un difetto di coordinamento tra diversi dati normativi: quello nazionale ed eurounitario in materia di crisi, innanzitutto; ma poi anche probabilmente tra regole e discipline di diritto interno (i soggetti passibili di allerta secondo il codice della crisi e le “Inadempienze probabili” secondo le previsioni di Banca d’Italia). È infatti davvero difficile credere che (per quanto qui più ci riguarda) ciò che sinteticamente in Italia definiamo come “UTP” imponga da un lato l’applicazione di misure di salvaguardia quali il “*Calendar Provisioning*”; ma dall’altro non imponga – vuoi per regole eurocomuni, vuoi per le previsioni del Codice della Crisi di diritto italiano – l’assoggettamento a quegli strumenti di allerta cui invece, nel diritto comune come in quello nazionale, si assegnano invece tante speranze.

Non si può dunque che augurarsi (la Direttiva deve ancora essere recepita e il Codice della crisi non è ancora entrato in vigore) non solo una futura migliore armonizzazione delle due previsioni (con la speranza, addizionale, che tale coordinamento possa valere addirittura come primo passo possa per una futura unificazione europea della disciplina delle soluzioni alla crisi^[129]), ma possibilmente anche un migliore coordinamento con le previsioni regolamentari di Banca d’Italia in materia di “Inadempienze probabili”).

¹²⁸ Testualmente: “*gli organi di controllo societari, il revisore contabile e la società di revisione, ciascuno nell’ambito delle proprie funzioni, hanno l’obbligo di verificare che l’organo amministrativo valuti costantemente, assumendo le conseguenti idonee iniziative, se l’assetto organizzativo dell’impresa è adeguato, se sussiste l’equilibrio economico finanziario e quale è il prevedibile andamento della gestione, nonché di segnalare immediatamente allo stesso organo amministrativo l’esistenza di fondati indizi della crisi*”.

¹²⁹ Si riporta qui il parere della BCE (Banca Centrale Europea, *Parere 7 giugno 2017*) su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, opportunità e misure volte ad aumentare l’efficacia delle procedure di ristrutturazione, secondo sarebbe utile “*un intervento più ambizioso per gettare le basi di una sostanziale armonizzazione del diritto fallimentare degli Stati membri, assicurando così, nel lungo periodo, una più estesa armonizzazione e contribuendo al buon funzionamento dell’Unione dei mercati di capitali*”.

5.8 RIFLESSIONI CONCLUSIVE

Concludendo, tre considerazioni ci sembrano inevitabili.

La prima, è che ciò che solitamente in Italia si definiscono come “UTP”, e che più propriamente dovremmo chiamare (secondo le previsioni di Banca d’Italia) “Inadempienze Probabili”, rientrano a tutti gli effetti, secondo le previsioni eurounitarie, tra le “*Non Performing Exposures Addendum*”, con conseguente loro assoggettamento alle regole del “*Calendar Provisioning*”. A sua volta, il “*Calendar Provisioning*” prevede svalutazioni (e quindi appostamenti a riserva) difficilmente compatibili con lo *stock* di “UTP” di titolarità del ceto bancario italiano, stimato in oltre 90 miliardi di Euro. Di più, è anche facile pensare che in difetto di una gestione proattiva – che per inciso per moltissime aziende non potrà limitarsi ad una più o meno semplice rimodulazione delle linee di credito – tali “Inadempienze Probabili” si deterioreranno scivolando gradualmente (ma velocemente) nella più negativa categoria delle “Esposizioni Scadute e/o Sconfidenti Deteriorate” ovvero – eventualmente ed addirittura – in quella delle “Sofferenze”. Ciò impone che il sistema bancario si faccia rapidamente carico di una gestione efficace di tale particolare categoria di crediti, pena la loro successiva cessione a termini e condizioni dannose sia per la banca che per il soggetto ceduto.

Una seconda considerazione è che all’interno della categoria delle “Inadempienze Probabili” si troveranno situazioni creditorie enormemente diverse. Si è detto che si qualificano come “Inadempienze Probabili” tutti quei crediti che la banca (sinteticamente) ritiene improbabile vengano adempiuti senza il ricorso all’escussione delle garanzie, indipendentemente dalla presenza di importi scaduti e non pagati. È dunque abbastanza evidente, causa la relativa genericità della previsione, che tra gli “UTP” si rinverranno crediti di taglio anche estremamente diverso, che hanno raggiunto la qualifica di “Inadempienza Probabile” in tempi differenti, relativi a soggetti privati (ma più frequentemente aziende) che operano all’interno di settori merceologici 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, etc. Ne viene per conseguenza che i modelli gestori non potranno essere sempre uniformi, ma tutto al contrario dovranno essere modellati sulla singola fattispecie di cui si tratta.

Ovviamente, i numeri (lo *stock* di “UTP”) di cui si tratta, unitamente alla menzionata esigenza di rapidità, non permetteranno (anche per problemi legati ai costi oltre che ai tempi) una gestione integralmente “personalizzata” della posizione, presumibilmente possibile per alcune esposizioni di più elevato cabotaggio ma troppo gravosa nelle posizioni di più piccolo taglio. Sarà dunque inevitabile ricorrere a suddivisioni in “clusters” che tengano conto delle differenze prima menzionate, non fosse altro per una prima suddivisione di massima ed un indirizzo verso l’uno o l’altro modello gestorio.

Terza considerazione, l’ordinamento ha apparecchiato diverse semplificazioni che dovrebbero rendere più agevole il ricorso all’istituto delle cartolarizzazioni, e della cessione a fondi, delle “Inadempienze Probabili”. Gli “SPV” possono oggi sviluppare modelli gestori che prevedono operazioni di rifinanziamento, aumenti di capitale, trasformazioni di debito in capitale, *etc.*, così come è possibile ottenere un deconsolidamento dai bilanci della banca dei crediti a rischio per il tramite di cessione a fondi di ristrutturazione in omaggio alle regole prima esaminate (i menzionati fondi di ristrutturazione).

In tutti i casi, tuttavia, residua il problema sostanziale ed ineliminabile della gestione proattiva del credito. Si può ritenere che le competenze necessarie non siano specificamente quelle del ceto bancario e che come tale sia conveniente che tali attività (che consisteranno spesso in ristrutturazioni vere e proprie) siano affidate a soggetti con una consolidata esperienza in materia (società Veicolo o di gestione risparmio che siano), ma è assolutamente indispensabile che i crediti di cui si tratta vengano gestiti nell’ottica non solo di evitare che essi si deteriorino ulteriormente, ma anzi perché – addirittura – perdano la qualifica di crediti a rischio.

Si tratta di una sfida difficile, perché i numeri di cui si tratta sono elevatissimi, il tempo ridotto, e soprattutto si impone un coordinamento di capacità (finanziarie, legali, aziendali) tra loro estremamente diverse. Non dubitiamo che in Italia le competenze necessarie esistano: ai vari operatori del settore la scelta e l’utilizzo delle migliori fra queste.

6 ASPETTI FISCALI DELLA GESTIONE

A cura di MASSIMO CASTRUCCI,^[130] FRANCESCO GUELFÌ^[131]

6.1 PERIMETRO DELL'INDAGINE: LE STRUTTURE PIÙ COMUNI PER L'INVESTIMENTO IN CREDITI UTP

Gli acquirenti di crediti *unlikely to pay* (UTP) sono di solito fondi specializzati in questo tipo di attività finanziaria, generalmente riservati a investitori istituzionali internazionali, quali ad esempio fondi pensione, banche, società di assicurazione e fondi sovrani. La struttura tramite la quale un fondo specializzato investe in portafogli UTP italiani è abbastanza complessa, dovendo tenere in considerazione, data la natura internazionale degli investitori finali, aspetti legali, regolamentari e tributari di molteplici giurisdizioni, nonché le preferenze degli investitori finali medesimi che, in quanto istituzionali e, quindi, relativamente sofisticati nelle scelte di investimento, tendono a richiedere che i loro investimenti presentino caratteristiche specifiche, con ciò aumentando il livello di complessità della struttura.

Con l'affermarsi, nel corso degli ultimi anni, dell'interesse degli investitori verso i crediti UTP, le strutture di investimento utilizzate dai richiamati fondi specializzati hanno cominciato a mostrare livelli crescenti di standardizzazione, talché è possibile affermare che i più recenti investimenti in questo genere di *asset* tendono ad essere effettuati tramite strutture che, sul versante italiano, replicano, con qualche variazione di carattere secondario, la seguente struttura:

- Il fondo specializzato, costituito in una giurisdizione favorevole sotto il profilo

¹³⁰ Avvocato, Socio responsabile del Dipartimento di Contenzioso Tributario dello *Studio Bgr Tax And Legal*. Autore di pubblicazioni in materia tributaria e relatore a seminari e convegni, si occupa prevalentemente di controversie tributarie con l'Amministrazione finanziaria e con gli enti locali, nonché di consulenza fiscale a banche ed intermediari finanziari, con particolare riguardo alle imposte indirette. È membro della Commissione giustizia tributaria presso l'Ordine degli Avvocati di Milano e della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa presso l'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano.

¹³¹ Avvocato, Dottore Commercialista e Revisore Legale è socio e responsabile del dipartimento di Diritto Tributario dello *Studio Legale Allen & Overy*. È autore di pubblicazioni in materia tributaria e regolamentare e relatore a seminari e convegni. Si occupa prevalentemente di operazioni finanziarie, riorganizzazioni e ristrutturazioni, fusioni e acquisizioni, assistendo fondi di investimento, *private equity*, banche e intermediari finanziari e imprese multinazionali operanti in settori regolamentati (finanza, energia, difesa, salute). È membro della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa di Odec Milano.

della flessibilità del diritto societario e della semplicità degli adempimenti di vigilanza regolamentare (si tratta, nella maggioranza dei casi, di entità riconducibili alla categoria delle società di persone o delle *partnership* di origine anglosassone costituite in paesi quali le Isole Cayman, le Isole Vergini Britanniche, lo stato statunitense del Delaware o, più recentemente, del Texas), costituisce in un paese membro dell'Unione Europea (tipicamente il Lussemburgo, ma non mancano casi di veicoli istituiti in Irlanda, Olanda e in Francia) un secondo Veicolo per l'investimento. Tale secondo Veicolo è gestito da un *asset manager* che, di solito, è soggetto a vigilanza regolamentare secondo le disposizioni della direttiva UE AIFMD (*Alternative Investment Fund Manager Directive*). Ad esempio, nel caso del Lussemburgo, si tratta spesso di veicoli costituiti come RAIF SCA, cioè come società simili alle società in accomandita per azioni di diritto italiano che, tuttavia, godono dell'autorizzazione ad operare come *alternative investment fund* ai sensi della menzionata direttiva AIFMD. Non sono, tuttavia, infrequenti casi in cui né il Veicolo né il suo gestore sono soggetti a particolari regimi regolamentari. In questi casi si tratta di norma di società di capitali non italiane riconducibili al tipo delle nostre società a responsabilità limitata.

- Quando si tratta di investire in portafogli UTP di diritto italiano, tali veicoli non investono di solito direttamente, ma tramite ulteriori veicoli, questa volta di diritto italiano. Nella quasi totalità dei casi, si tratta di veicoli di cartolarizzazione costituiti ai sensi della Legge 130 del 30 aprile 1999 (la "Legge 130") o (in misura minore) da fondi comuni di investimento italiani di tipo chiuso specializzati in crediti^[132]. La ragione della preferenza del mercato per i veicoli di cartolarizzazione (o veicoli 130, come sono spesso indicati nella prassi finanziaria) è da ricercarsi nel più favorevole regime regolamentare e di vigilanza cui i veicoli 130 sono soggetti rispetto ai fondi chiusi italiani (i quali necessitano di tempi più lunghi, a causa del più gravoso insieme di requisiti regolamentari cui sono soggetti).

¹³² In particolare, il ricorso a fondi di investimento italiani quali veicoli per l'investimento diretto in crediti UTP appare, nella prassi di mercato, un'alternativa presa in considerazione quando gli investitori finali nella struttura sono rappresentati, per la maggior parte, da soggetti italiani.

- Il Veicolo 130 (o, il fondo chiuso italiano specializzato in crediti) procede all'investimento in portafogli UTP, emettendo contestualmente note di cartolarizzazione (nel caso del fondo, quote di partecipazione) che vengono sottoscritte dal Veicolo europeo. Le note, in particolare, costituiscono veri e propri titoli, hanno la caratteristica di incorporare un diritto alla restituzione a scadenza del loro valore nominale, un diritto a cedole periodiche e un diritto a ricevere, alla scadenza dell'operazione, gli eventuali residui attivi del Veicolo (così detto *excess spread*), tutti subordinati all'effettiva disponibilità di somme da parte del Veicolo 130, talché le note "pagano" capitale e interessi solo nei limiti in cui il Veicolo 130 (o il comparto del Veicolo 130 destinato alla specifica operazione di cartolarizzazione) è capiente. In questo modo, se il Veicolo 130 (o il comparto del medesimo) non è capiente (perché, ad esempio, non ha incassato i crediti dei portafogli acquistati in misura sufficiente, al netto dei costi sostenuti, per onorare interamente i diritti cartolarizzati nelle note), i diritti dei portatori delle note si considerano ope legis ridotti in misura corrispondente. Le quote di partecipazione al fondo, invece, incorporano diritti in relazione ai crediti immessi nel fondo tali per cui i portatori delle quote partecipano ai risultati economici positivi e negativi del fondo, ivi inclusi gli incrementi e decrementi del relativo valore.

- In caso di acquisto di una pluralità di portafogli già precedentemente individuati, le note di cartolarizzazione sono sovente emesse nella modalità nota nella prassi come *partly paid*. Ciò significa che le note sono emesse per un dato valore nominale massimo, ma non comportano l'obbligo per l'investitore di effettuare il versamento del nominale direttamente alla sottoscrizione. I versamenti sono, infatti, "chiamati" dal Veicolo 130 periodicamente, man mano che il Veicolo 130 acquista portafogli e in misura proporzionata all'esborso monetario necessario per tale acquisto. In questo modo, gli investitori finali non sono chiamati a effettuare versamenti fino al momento in cui la liquidità diventa necessaria per effettuare un effettivo acquisto di crediti, evitando in tal modo l'inefficienza finanziaria generata dal "parcheggio" di somme inutilizzate presso il Veicolo 130 (c.d. *negative carry*).

- In molti casi, inoltre, le note sono emesse dal Veicolo 130 in un'unica *tranche* (cioè senza differenziazioni in classi a subordinazione crescente, ad esempio se-

nior, *mezzanine* e *junior*). Ciò comporta che ai fini regolamentari (in applicazione delle disposizioni europee in tema di requisiti di capitale) queste operazioni, seppure effettuate da veicoli di cartolarizzazione, non siano considerate operazioni di cartolarizzazione a tali fini, con la conseguente semplificazione di non dover applicare le disposizioni regolamentari europee in tema di c.d. “*retention*”. Inoltre, in questi casi, il cedente i crediti (il c.d. *originator*) non ha interesse a reinvestire negli alienandi portafogli, avendo l’obiettivo di smobilizzarli e monetizzarli, ancorché a sconto e, nel caso di banche e istituti di credito, avendo spesso l’obiettivo di eliminarli definitivamente dal proprio bilancio per ragioni connesse all’assorbimento di capitale di vigilanza che i crediti *non in bonis* determinano.

- Il Veicolo 130 tipicamente non dispone di una propria struttura organizzativa, talché le attività di amministrazione e gestione del Veicolo e quelle di gestione e riscossione dei portafogli di crediti sono nella prassi affidate a soggetti terzi: il *master servicer* (che svolge le attività di reporting regolamentare), il *corporate servicer* (cui è affidata la gestione del Veicolo) e lo *special servicer* (spesso individuato nello stesso cedente i crediti, che si occupa della gestione e riscossione dei crediti). Questi soggetti sono remunerati con commissioni parametriche all’efficacia con cui svolgono i loro servizi.

- Spesso, dopo l’investimento, i crediti UTP sono oggetto di operazioni successive. Può succedere, infatti, che tali crediti siano soggetti a operazioni di ristrutturazione del credito, con o senza emissione di nuova finanza al debitore, ovvero di conversioni (parziali o totali) in *equity*. In tali casi, può essere necessario l’intervento di un istituto di credito che intervenga come banca *fronting*, vuoi per l’acquisto dei contratti di finanziamento da ristrutturare (il Veicolo 130 può solo investire in crediti, ma non nei relativi contratti), vuoi per affiancare il Veicolo 130 nell’erogazione di nuova finanza¹³³.

¹³³ In altri casi, l’intervento della banca *fronting* è più esteso e comprende l’acquisizione sia dei crediti sia dei relativi contratti. In tali casi, il Veicolo 130 interviene mettendo in fondi la banca erogandole un finanziamento a ricorso limitato (subordinato, cioè, nella restituzione del capitale e nel pagamento degli interessi, all’effettivo incasso di capitale e interessi da parte della banca a valere sui crediti acquisiti).

- In relazione all'erogazione di nuova finanza, in particolare, va ricordato che i veicoli 130 possono erogare finanziamenti sia ai sensi dell'art. 1, comma 1-*ter*) sia in applicazione dell'art. 7.1 della Legge 130. Nel primo caso, è obbligatorio il ricorso a una banca che agisca da sponsor, assistendo il Veicolo 130 in una serie di attività (valutazione del merito creditizio, know your customer etc.) e assumendo un'esposizione non marginale nell'erogando finanziamento (come da circolari di Banca d'Italia, non meno del 5 per cento) e la mantenga fino a scadenza. Nel secondo caso, applicabile solo nel contesto della ristrutturazione di finanziamenti già esistenti, la visione prevalente nella prassi degli operatori è che questa esposizione non sia richiesta.

- Spesso, quando i crediti UTP sono assistiti da garanzia ipotecaria, l'acquisto del portafoglio non esaurisce le opportunità di massimizzazione dell'investimento. In tali casi, a latere dell'investimento nei crediti UTP, viene anche valutata la partecipazione alle aste giudiziarie tramite le quali sono venduti gli immobili gravati da ipoteca a favore dei menzionati crediti (c.d. ripossessamento degli immobili). La partecipazione a tali aste avviene, di norma, tramite società Veicolo di appoggio costituite ai sensi dell'art. 7.1 della Legge 130 (c.d. veicoli 7.1) che, opportunamente finanziate dal Veicolo 130, concorrono per l'acquisto degli immobili in questione. Tali società, il cui patrimonio ed i cui proventi sono destinate per legge esclusivamente al soddisfacimento delle ragioni creditorie dei titolari delle note emesse dal Veicolo 130, di solito procedono all'acquisto degli immobili, alla loro valorizzazione e conseguente vendita a terzi, ritrasferendo al Veicolo 130 tutti i proventi e i flussi finanziari derivanti da tali operazioni. Tali veicoli 7.1 sono di solito veicoli c.d. "orfani". In alternativa all'utilizzo di *Società 7.1*, soprattutto nelle strutture meno recenti (implementate quando le *Società 7.1* non erano ancora efficienti o addirittura non previste per legge), nella prassi di mercato si può riscontrare l'utilizzo di società immobiliari ordinarie (di regola, costituite nella forma di società a responsabilità limitata).

In considerazione della struttura e delle modalità con cui le acquisizioni di crediti UTP vengono realizzate, come brevemente sopra descritte, si pone l'opportunità di trattare

i seguenti argomenti di diritto tributario: (I) il trattamento, ai fini delle imposte di registro e sul valore aggiunto, della cessione (tipicamente a sconto) dei crediti UTP da un cedente italiano a un Veicolo 130 italiano (o a un fondo chiuso italiano specializzato in crediti), (II) il regime tributario del Veicolo 130 (o del fondo chiuso italiano specializzato in crediti), (III) il regime fiscale delle note emesse dal Veicolo 130 (o delle quote emesse dal fondo), (IV) l'applicazione dell'imposta sul valore aggiunto delle commissioni di *servicing*, e (V) le conseguenze tributarie dell'attività di ripossessamento degli immobili a garanzia dei crediti UTP (qualora ipotecari). Questi argomenti sono, per comodità espositiva, trattati separatamente nei paragrafi che seguono.

6.2 TRATTAMENTO TRIBUTARIO DELLA CESSIONE DEI CREDITI UTP AI FINI DELL'IMPOSTA DI REGISTRO E SUL VALORE AGGIUNTO

6.2.1 La cessione dei crediti

La cessione di un portafoglio di crediti UTP – secondo gli schemi dell'art. 1260 c.c. per la cessione *standard*, dell'art. 58 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, "TUB") per la cessione "in blocco", del legge 21 febbraio 1991 n. 52 per il *factoring* e della Legge 130 per le cartolarizzazioni, nonché secondo gli schemi più articolati delle operazioni straordinarie – avviene generalmente a fronte di un corrispettivo¹³⁴, con la funzione di smobilizzare la posizione creditoria del cedente e dunque ripristinare la sua liquidità, ovvero di stralciare la posizione dalla sua contabilità, migliorando la qualità degli *asset* finanziari e riducendo il rischio.

A tal proposito, l'art. 2, terzo comma, lett. a) del Decreto Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972 n. 633 ("d.P.R. 633/72") dispone che «*non sono considerate cessioni di beni ... le cessioni che hanno per oggetto denaro o crediti in denaro*» e pertanto in linea di principio la cessione di denaro e di crediti in denaro è esclusa dall'applicazione dell'I-va. L'art. 3, secondo comma del d.P.R. 633/72, tuttavia, precisa che «*costituiscono, inoltre, prestazioni di servizi, se effettuate verso corrispettivo: ... 3) i prestiti di denaro e di titoli non rappresentativi di merci, comprese le operazioni finanziarie mediante la negoziazione,*

¹³⁴ Inferiore al loro valore economico effettivo.

anche a titolo di cessione pro soluto, di crediti, cambiali o assegni». Pertanto, i prestiti di denaro e le cessioni dei crediti effettuati nell'ambito di operazioni finanziarie assumono rilevanza ai fini dell'IVA^[135].

In definitiva, dunque, la cessione di denaro in sé, quale mera modifica soggettiva della posizione creditoria, è esclusa dall'applicazione dell'IVA, per carenza del requisito oggettivo; diversamente, il prestito di denaro e la cessione di credito che realizzano un'operazione finanziaria, volta a conferire al cessionario una provvista di denaro, ossia a consentirgli di attingere a nuove risorse ed acquisire quindi un'effettiva disponibilità finanziaria a fronte di un corrispettivo, andrebbero assoggettate all'IVA, secondo il regime di esenzione espressamente previsto dall'art. 10, n. 1 del d.P.R. 633/72 per le prestazioni di servizi concernenti – tra l'altro – le operazioni di finanziamento^[136].

Quanto al corrispettivo, esso non corrisponderebbe al valore nominale o scontato dei crediti ceduti, poiché quell'importo costituisce piuttosto l'oggetto della prestazione e non già il suo corrispettivo. Il corrispettivo va invece individuato proprio nello sconto, ossia nella differenza tra il prezzo di cessione pattuito ed il valore nominale del credito ceduto (o nel suo valore di mercato, nei casi di cui alla Risoluzione 79/E del 31 dicembre 2021^[137], in qualsiasi forma corrisposto).

Dottrina, giurisprudenza e prassi, dunque, ritengono pacificamente rilevanti ai fini dell'IVA le cessioni di credito verso corrispettivo con causa di finanziamento, strutturalmente connesse ad un'operazione di carattere finanziario volta a procurare liquidità al cedente^[138], in particolare con applicazione del regime di esenzione dal tributo. Al contrario, le altre cessioni di credito, effettuate senza causa di finanziamento per mere esigenze contabili o senza un corrispettivo o in conto pagamento di altre obbligazioni o a titolo di liberalità, sono escluse dal campo di applicazione dell'IVA. In tal senso in effetti depone chiaramente anche l'art. 3, secondo comma, n. 3 del d.P.R. 633/72, che – come più sopra

¹³⁵ Cfr. Risoluzione Ministeriale n. 71 del 24 maggio 2000.

¹³⁶ V. ad es. la Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 121/E del 13 dicembre 2011 e più di recente la risposta ad Interpello n. 369 del 24 maggio 2021.

¹³⁷ La Risoluzione citata affronta il tema della determinazione della base imponibile ai fini IVA nelle operazioni di compravendita di crediti in sofferenza, affermando che, se in via di principio la base imponibile nelle cessioni di credito a sconto (ad esempio nel *factoring*, come chiarito dalla Risoluzione 52/E del 2011, richiamata da quella qui commentata) è costituita dalla differenza fra il valore nominale del credito ceduto e il corrispettivo pattuito, quando si tratta di crediti deteriorati non può non tenersi conto del relativo valore di mercato.

¹³⁸ Dunque al di fuori delle ipotesi di cessione di crediti in *default*, ad esempio.

indicato – determina l’assoggettamento ad iva del corrispettivo della cessione del credito, se in presenza di una causa finanziaria e dunque in regime di esenzione.

Per il noto principio di alternatività tra IVA ed Imposta di Registro di cui all’art. 40 del Decreto Presidente della Repubblica 26 aprile 1986 n. 131 (“d.P.R. 131/86”), per gli atti aventi ad oggetto cessioni di beni e prestazioni di servizi rientranti nel campo di applicazione dell’iva l’imposta di registro si applica in misura fissa e pertanto gli atti relativi ad una prestazione di servizi soggetta ad IVA, ancorché in esenzione, sono assoggettati all’imposta di registro nella sola misura fissa, mentre gli atti relativi ad una prestazione di servizi esclusa dal campo di applicazione dell’IVA sono assoggettati all’imposta di registro in misura proporzionale. Nella specie, in presenza di una cessione di crediti in esclusione da IVA l’imposta di registro si applica con l’aliquota dello 0,50 per cento sulla base imponibile «*costituita dal loro importo, senza tener conto degli interessi non ancora maturati*»^[139].

Qualora poi il contratto di cessione sia redatto e formalizzato per scambio di corrispondenza^[140] e quindi mediante la combinazione di una proposta sottoscritta (solo) da una parte e dell’accettazione di quella proposta sottoscritta (solo) dall’altra parte, allora la registrazione andrebbe effettuata non in termine fisso^[141], ma solo in caso d’uso^[142]. D’altro canto, sono pure assoggettate all’imposta di registro (solo) in caso d’uso «*le scritture private non autenticate ... se tutte le disposizioni in esse contemplate sono relative a operazioni soggette all’imposta sul valore aggiunto*»^[143].

Se poi l’atto di cessione fosse formato all’estero, allora verrebbe a mancare il requisito della territorialità per l’applicazione dell’imposta di registro e pertanto la registrazione pure avverrebbe solo in caso d’uso. Sul punto tuttavia merita ricordare che «*qualora (...) il consenso negoziale in ordine agli elementi essenziali del contratto di finanziamento risulti già da scrittura privata semplice, prima che da atto pubblico o da scrittura privata*

¹³⁹ Così l’art. 6 della tariffa, parte prima allegata al d.P.R. 131/86 e l’art. 49 del medesimo decreto.

¹⁴⁰ V. art. 1 della tariffa, parte seconda allegata al d.P.R. 131/86.

¹⁴¹ Dunque entro 20 giorni, ai sensi dell’art. 13 del d.P.R. 131/86.

¹⁴² Ossia «quando un atto si deposita, per essere acquisito agli atti, presso le cancellerie giudiziarie nell’esplicazione attività amministrative o presso le amministrazioni dello Stato o degli enti pubblici territoriali e i rispettivi organi di controllo, salvo che il deposito avvenga ai fini dell’adempimento di un’obbligazione delle suddette amministrazioni, enti o organi ovvero sia obbligatorio per legge o regolamento», come indicato dall’art. 6 del d.P.R. 131/86.

¹⁴³ V. art. 5 del d.P.R. 131/86.

autenticata sottoscritta all'estero, si può ritenere che l'atto è formato per iscritto nel territorio dello Stato e, quindi, ricade nell'ambito applicativo dell'imposta sostitutiva»^[144], ma il ragionamento parrebbe facilmente applicabile anche alla registrazione della cessione di credito tra residenti, dal momento che da un lato ai sensi dell'art. 20, quinto comma del Decreto Presidente della Repubblica 29 settembre 1973 n. 601 ("d.P.R. 601/73") per quanto riguarda l'applicazione dell'imposta sostitutiva sui finanziamenti a medio e lungo termine «valgono le norme sull'imposta di registro» e dall'altro lato il contenuto specifico del contratto non incide ai fini che qui interessano. «In tal caso, infatti, l'atto pubblico o la scrittura privata autenticata sottoscritta all'estero concretizza una mera riproposizione dell'accordo già raggiunto con la scrittura privata semplice e non assume rilevanza ai fini del presupposto di territorialità di cui al citato art. 2 del TUR^[145]».

In definitiva, se la cessione realizza un servizio finanziario esente da IVA, allora l'atto va registrato in caso d'uso, con il versamento dell'imposta nella misura fissa, attualmente pari a 200 euro; se invece la cessione cade fuori dal campo di applicazione dell'IVA, allora l'atto va registrato in termine fisso, con il versamento dell'imposta in misura proporzionale, con applicazione dell'aliquota dello 0,50 per cento sul valore nominale dei crediti ceduti, ovvero in caso d'uso o enunciazione – e sempre con il versamento dell'imposta proporzionale – se redatto per scambio di corrispondenza. Se poi l'atto è effettivamente formato al di fuori del territorio nazionale, allora l'imposta di registro non è dovuta (salvo il caso d'uso o l'enunciazione), ma se il consenso emerge già compiutamente formato da un atto prodromico formato nel territorio nazionale, allora l'imposta di registro torna applicabile.

¹⁴⁴ Così la Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 20/E del 28 marzo 2013.

¹⁴⁵ Per completezza si ricorda che la Circolare n. 20/E del 28 marzo 2013 prosegue evidenziando come "tale fattispecie potrebbe ricorrere, ad esempio, laddove venga reperito in sede di controllo un "term sheet" o altra documentazione da cui risulti già avvenuta la formazione del consenso in ordine agli elementi essenziali del contratto di finanziamento riproposti con l'atto pubblico o la scrittura privata autenticata sottoscritta all'estero"; sul punto, tuttavia, la giurisprudenza ha ritenuto che la formazione del consenso in merito agli elementi essenziali del contratto (cosiddetta formazione progressiva dell'atto) non rilevi ai fini della conclusione del medesimo contratto, posto che, fino al momento di conclusione del contratto (che nei casi esaminati avveniva all'estero), non si poteva rintracciare alcuna formazione anticipata dell'atto. Nei casi analizzati dalla giurisprudenza, tale decisione è stata raggiunta anche in presenza di term sheet, tenuto conto che, nella prassi di mercato, tali documenti non costituiscono conclusione di un accordo commerciale bensì una dichiarazione di volontà programmatica di voler concludere, a determinate condizioni, e al positivo concludersi di una posizione commerciale, un contratto vincolante (si vedano, fra le altre, la decisione della Commissione Tributaria Provinciale di Milano del 14 luglio 2014 n. 6812 e della Commissione Tributaria Provinciale di Verona del 16 giugno 2014, n. 261).

6.2.2 La nozione di recupero dei crediti

Ai fini della presente analisi è poi opportuno confrontarsi anche con la nozione di “recupero” dei crediti: a tal proposito, la Corte di Giustizia^[146] ha affermato che «*la nozione di “ricupero dei crediti” indica operazioni finanziarie chiaramente circoscritte, volte ad ottenere il pagamento di un debito in denaro*» e per l’effetto ha concluso che «*un’attività economica, con cui un operatore acquisti crediti assumendo il rischio d’insolvenza del debitore e, come corrispettivo, fatturi ai propri clienti una commissione, costituisce un “ricupero dei crediti” ai sensi dell’art. 13, parte B, lett. d), punto 3, in fine, della sesta direttiva 77/388 e, pertanto, è esclusa dall’esenzione stabilita dalla stessa disposizione*», ossia è imponibile all’IVA. La pronuncia – resa su controversia pendente in Germania – ha destato perplessità tra gli operatori nazionali ed ha determinato una posizione ufficiale dell’Agenzia delle entrate^[147], per la quale «*se la causa del contratto è la volontà di ottenere da parte del factor una gestione dei crediti rivolta essenzialmente al recupero degli stessi, indubbiamente viene in applicazione la sentenza della Corte in esame, per cui l’operazione è da qualificare come recupero crediti e come tale imponibile ai fini Iva. Al contrario qualora il creditore, con la stipula un contratto di factoring, vuole ottenere un finanziamento (si tratterebbe di una anticipazione o meglio di una monetizzazione dei propri crediti), per il quale paga una commissione che si atteggia come un vero e proprio pagamento di interessi (essendo peraltro quantificato in una percentuale dell’ammontare dei crediti ceduti), allora appare fuori dubbio che il c.d. factoring costituisce una vera e propria operazione finanziaria esente da IVA. In tale ipotesi, la presenza di clausole diverse, “pro soluto” o “pro solvendo”, non incide sulla natura finanziaria del contratto*»^[148]. Ed ancora^[149], «*la causa finanziaria delle operazioni di factoring è confermata dal fatto che il cessionario versa una somma di denaro al cedente all’atto della cessione del credito, consentendo a quest’ultimo di ottenere la trasformazione del credito*

¹⁴⁶ Cfr. Sentenza del 26 giugno 2003 resa nel procedimento C-305/01.

¹⁴⁷ Con la Risoluzione n. 139/E del 17 novembre 2004.

¹⁴⁸ Sul punto, anche la giurisprudenza ha confermato che «*se viene esercitata dal factor un’attività di gestione dei crediti rivolta al recupero degli stessi – indubbiamente troverà applicazione quanto già disposto dall’art. 10, punto 1) del d.P.R. 633/72, come confermato dalla sentenza della Corte – il corrispettivo delle commissioni dovrà essere assoggettato ad Iva; se di contro il cedente, con un contratto di factoring (cedendo un credito) chiede un finanziamento, per il quale paga interessi e commissioni, allora per il corrispettivo troverà applicazione l’esenzione prevista dal testé citato articolo 10*»: così la Commissione Tributaria Provinciale di Pordenone nella Sentenza n. 1/2005, confermata in appello e concretamente applicabile nei principi espressi anche alla cessione di credito *tout court*.

¹⁴⁹ Cfr. la Risoluzione dell’Agenzia delle Entrate n. 32/E del 2011.

in attività liquide prima della scadenza naturale del credito o comunque prima della data di presumibile incasso. Ne consegue che l'effettiva erogazione – al momento della cessione del credito – da parte del cedente al cessionario dell'importo corrispondente al valore di cessione concordato costituisce un elemento tipico dei contratti di factoring. Di contro, la presenza di una clausola che preveda l'erogazione delle somme al creditore solo al momento dell'effettivo incasso da parte del prestatore costituisce un elemento tipico della prestazione di recupero crediti. Laddove in applicazione dei principi sopra illustrati la fattispecie è riconducibile ad un contratto di factoring, il compenso del factor, costituito dalla differenza tra il valore nominale del credito e le somme anticipate, è assoggettato al regime di esenzione, a prescindere dalla circostanza che il compenso del factor venga eventualmente scomposto tra commissioni ed interessi ovvero venga previsto un unico compenso in cui la componente "commissioni" risulti prevalente rispetto alla componente "interessi", determinata in base a parametri di riferimento mediamente praticati sul mercato ovvero in base ad altri criteri. Di contro, qualora il factor renda altre prestazioni di servizi (ad esempio, analisi del portafoglio crediti, gestione dei crediti diversi da quelli ceduti, ecc.) aggiuntive rispetto alla cessione del credito, quest'ultima non perde la sua natura finanziaria, se per tali ulteriori prestazioni viene convenuto un autonomo corrispettivo. Va da sé che rispetto a queste ultime prestazioni dovrà essere individuato caso per caso il regime IVA applicabile». È evidente che le considerazioni specificamente svolte per il factoring si attagliano alla (più semplice) fattispecie qui in esame di cessione dei crediti, nella misura in cui si consideri proprio la cessione come il nucleo fondamentale dell'attività presa in esame dalle pronunce in rassegna.

6.3 REGIME TRIBUTARIO DEL VEICOLO ITALIANO ACQUIRENTE DEI CREDITI UTP (VEICOLO 130 O FONDO CHIUSO ITALIANO)

6.3.1 L'imposizione diretta sui redditi prodotti dai portafogli di UTP in capo al Veicolo 130

Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia in tema di bilanci del 15 dicembre 2015 (Istruzioni per la redazione dei bilanci e dei rendiconti degli Intermediari finanziari, degli Istituti di pagamento, degli Istituti di moneta elettronica, delle SGR e delle SIM) prevedevano che le attività e passività, i costi e i proventi dei veicoli 130 relativi a operazioni di crediti dovessero essere contabilizzati "sotto la linea", cioè non nei conti pa-

trimoniali ed economici, ma solo, eventualmente, nei conti d'ordine (c.d. trattamento fuori bilancio). Ciò, in considerazione del fatto che, ai sensi della Legge 130, i crediti acquistati da un Veicolo 130 nel contesto di operazioni di cartolarizzazioni costituiscono un patrimonio separato da quello del Veicolo 130 (e da quelli relativi ad altre operazioni di cartolarizzazione eventualmente poste in essere dal medesimo Veicolo 130) e destinato esclusivamente al soddisfacimento dei diritti cartolarizzati nelle note emesse dal Veicolo medesimo.

Successivamente, nel 2016, la Banca d'Italia, recependo alcune modifiche regolamentari che hanno portato i veicoli 130 al di fuori dell'ambito della vigilanza della Banca d'Italia, ha emanato nuove istruzioni in tema di redazione di bilanci di enti diversi dalle banche (Il bilancio degli intermediari IFRS diversi dalle banche) espungendo dal testo delle istruzioni ogni riferimento ai veicoli 130. Tale approccio è rimasto inalterato in tutti gli aggiornamenti periodici di tali istruzioni fino ad oggi.

Ciò nonostante, la prassi finanziaria del settore ha continuato ad applicare, in relazione ai patrimoni separati connessi a operazioni di cartolarizzazione effettuate da veicoli 130, il trattamento fuori bilancio, in conformità alle istruzioni di vigilanza del 2015, considerando l'espunzione dei riferimenti ai veicoli 130 dalle istruzioni di vigilanza più recenti dovuta esclusivamente all'uscita di tali veicoli dal perimetro della vigilanza (con conseguente cessazione dell'autorità della Banca d'Italia di dettare loro istruzioni vincolanti, ivi incluse quelle in materia di redazione dei bilanci), anziché ad un (implicito) cambio di direzione da parte della Banca d'Italia sullo specifico tema dei bilanci dei veicoli 130. Il trattamento contabile di cui sopra è fondante per determinare quello tributario ai fini delle imposte sui redditi in capo al Veicolo 130. Infatti, sulla base delle regole generali e, in particolare, del principio di derivazione del reddito imponibile ai fini IRES dalle risultanze del conto economico civilistico (e tenuto conto delle variazioni in aumento e in diminuzione da apportare a tali risultanze di conto economico in applicazione di specifiche disposizioni fiscali), si può trarre la conclusione che la dinamica reddituale generata dai crediti (inclusi quelli UTP qui in analisi) confluiti, nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione, in un patrimonio separato da quello del Veicolo 130 e destinato esclusivamente al soddisfacimento dei diritti cartolarizzati nelle note, in quanto contabilizzati sotto la linea dal Veicolo 130 e, quindi, ininfluenti sul risultato di esercizio riportato nel conto economico del Veicolo 130, sia del tutto ininfluenti ai

fini fiscali e, quindi, non generi ricavi, costi, sopravvenienze, plusvalenze, minusvalenze e altri componenti positivi e negativi di reddito fiscalmente rilevanti.

In questo senso, l'unico problema si pone in relazione all'eventuale residuo attivo che si dovesse generare al termine dell'operazione di cartolarizzazione, nel caso in cui le somme ottenute dall'integrale incasso o smobilizzo dei crediti cartolarizzati, al netto dei relativi costi (ad esempio, le commissioni dovute ai *servicer* etc.) risultassero superiori a quelle dovute in linea di capitale e interessi in relazione alle note. Tale residuo attivo, infatti, va considerato imponibile in capo al Veicolo 130, in quanto definitivamente acquisito dal medesimo^[150].

Le conclusioni riportate sono state confermate dall'Agenzia delle Entrate (si vedano la Circolare n. 8/E del 6 febbraio 2003, le risposte a Interpello n. 77/E del 4 agosto 2010, n. 18/E del 30 gennaio 2019, n. 56/E del 15 febbraio 2019 e n. 132/E del 2 marzo 2021), nonché dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione (si vedano le Decisioni n. 13162 del 16 maggio 2019 e n. 10885 del 27 maggio 2015).

In particolare, l'Agenzia delle Entrate, nel contesto dei chiarimenti sopra citati, ha precisato che, a causa del regime di segregazione patrimoniale cui sono soggetti i crediti oggetto di cartolarizzazione, i risultati economici derivanti dalla gestione (e incasso) di tali crediti non entrano nella disponibilità giuridica della società Veicolo (cioè, del Veicolo 130). Conseguentemente, solo alla conclusione dell'operazione di cartolarizzazione, quando tutte le obbligazioni nei confronti dei creditori del patrimonio separato (inclusi i portatori delle note) sono stati onorati, l'eventuale residuo positivo, se contrattualmente attribuito e di spettanza del Veicolo 130, va assoggettato a tassazione ai fini IRES e IRAP in capo al Veicolo 130, confluendo nelle relative basi imponibili.

6.4 LE RITENUTE SUGLI INTERESSI DA GIACENZE SU CONTI CORRENTI BANCARI

Il regime tributario di cui sopra comporta effetti anche sulle modalità di fruizione, da

¹⁵⁰ Si osserva che, nella prassi del mercato, questo è un caso assolutamente raro e quasi di scuola: le operazioni di cartolarizzazione sono, infatti, generalmente strutturate in modo che tutti i proventi di un'operazione di cartolarizzazione (al netto dei relativi costi e oneri) siano contrattualmente dovuti ai titolari delle note emesse dal Veicolo 130, di modo che il richiamato residuo attivo non si manifesta in pratica mai. Da un punto di vista tecnico, ciò è disposto nel contesto del regolamento delle note, tramite l'apposizione di idonee clausole.

parte del Veicolo 130, del credito relativo all'applicazione della ritenuta del 26 per cento operata dalle banche e istituti di credito sugli interessi maturati sulle giacenze di denaro su conti correnti.

In proposito, è noto che l'art. 26, comma 2, del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600 ("d.P.R. 600/73") dispone che le banche (e le Poste Italiane) operano una ritenuta con l'aliquota del 26 per cento¹⁵¹, con obbligo di rivalsa, sugli interessi ed altri proventi corrisposti ai titolari di conti correnti e di depositi (anche se rappresentati da certificati). In applicazione del successivo comma 4, tale ritenuta è applicata a titolo di acconto nei confronti di (I) imprenditori individuali, se i depositi e conti correnti da cui gli interessi ed altri proventi derivano sono relativi all'impresa ai sensi dell'articolo 77 del Testo Unico delle imposte sui redditi (il Decreto Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986 n. 917), (II) società in nome collettivo, in accomandita semplice ed equiparate di cui all'articolo 5 del Testo Unico delle imposte sui redditi, (III) società ed enti di cui alle lettere a) e b) dell'articolo 87 del medesimo Testo Unico (incluse le società di capitali quali i veicoli 130) e stabili organizzazioni nel territorio dello Stato delle società e degli enti di cui alla *lettera d)* del medesimo articolo 87.

In applicazione del dato letterale della norma di cui sopra, risulta che la ritenuta sugli interessi derivanti da un conto corrente aperto da un Veicolo 130 presso una banca italiana andrebbe applicata a titolo di acconto. Ciò, tuttavia, ha sollevato il dubbio di essere logicamente inconferente in una situazione quale quella in cui si trova un Veicolo 130 in relazione a interessi derivanti da somme che, depositate in un conto corrente, afferiscono al patrimonio separato di un'operazione di cartolarizzazione (ad esempio, perché derivanti dall'incasso di crediti o da versamenti effettuati dai sottoscrittori delle note). Tali interessi, infatti, sulla base delle conclusioni di cui sopra, non sono soggetti a imposizione diretta in capo al Veicolo 130, talché risulterebbe incoerente, sul piano logico-sistemico, considerare la ritenuta in oggetto come operata a titolo di acconto.

Sul tema è intervenuta l'Agenzia delle Entrate che (si veda la Circolare n. 222/E del 5 dicembre 2003), chiarendo che la ritenuta va considerata un credito per il Veicolo 130 solo in relazione alle imposte dovute dal Veicolo 130 sull'eventuale residuo attivo al me-

¹⁵¹ Per completezza, va precisato che l'aliquota del 27 per cento, tuttora menzionata nell'art. 26 citato è stata uniformata al 26 per cento dall'art. 2 del D.L. 13 agosto 2011, n. 138 (convertito con modificazioni dalla L. 14 settembre 2011, n. 148).

desimo spettante al termine di un'operazione di cartolarizzazione (se esistente). Tale posizione è stata successivamente confermata dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione (si vedano le Decisioni 10885 del 16 maggio 2015 e 13162 del 16 maggio 2019). In un chiarimento successivo a quello sopra riportato, ma antecedente alle decisioni giurisprudenziali sopra richiamate (si tratta della Risoluzione 77/E del 4 agosto 2010), l'Agenzia delle Entrate parrebbe, invece, adombrare la possibilità, per il Veicolo 130, di portare a credito l'importo della ritenuta in oggetto nella dichiarazione relativa al periodo d'imposta in cui l'operazione di cartolarizzazione si chiude, anche nel caso in cui al Veicolo 130 non sia attribuibile alcun residuo attivo in relazione a tale operazione di cartolarizzazione.

Spesso, nella prassi, le difficoltà interpretative sopra riportate vengono risolte scegliendo una banca depositaria (quella presso la quale sono depositati gli *asset* liquidi e la liquidità del Veicolo 130) estera, localizzata in una giurisdizione che non applica ritenute sugli interessi bancari o mediante l'apertura di conti correnti infruttiferi.

6.5 L'IMPOSIZIONE DIRETTA SUI REDDITI PRODOTTI DAI PORTAFOGLI DI UTP IN CAPO AL FONDO ITALIANO CHIUSO SPECIALIZZATO IN CREDITI

Nel caso in cui i crediti UTP fossero acquisiti da un fondo italiano chiuso specializzato nell'acquisto di crediti, il fondo sarebbe soggetto al seguente regime fiscale:

- Il fondo, in quanto (e nei limiti in cui sia) organismo di investimento collettivo del risparmio istituito in Italia (e non sia un fondo immobiliare), non è considerato soggetto a imposizione italiana sui redditi ai sensi dell'art. 73 del testo unico delle imposte sui redditi (si veda, in proposito, il comma 5-*quinquies* del citato articolo). Ne consegue che i redditi derivanti dalla gestione e recupero dei crediti UTP, non sono soggetti a imposizione sul reddito.
- Sempre secondo il disposto del menzionato comma 5-*quinquies*, non si applicano le disposizioni del comma 2 dell'art. 26 del d.P.R. 600/73, con la conseguenza che la ritenuta sugli interessi e altri proventi da deposito di somme su conti correnti bancari e postali (ordinariamente prevista dal comma 2 dell'art. 26 citato) non risulta applicabile. Non si pongono, quindi, in relazione agli interessi perce-

piti da organismi di investimento collettivo del risparmio italiani, le problematiche interpretative discusse a proposito del caso in cui i medesimi proventi siano percepiti da veicoli 130 nel contesto di operazioni di cartolarizzazione.

6.6 REGIME FISCALE DELLE NOTE EMESSE DA VEICOLI 130 E DELLE QUOTE DI FONDI ITALIANI CHIUSI SPECIALIZZATI IN CREDITI

Secondo il disposto dell'art. 6 della Legge 130, in materia di prelievo alla fonte le note sono soggette al regime fiscale previsto dalla D.Lgs. 1 aprile 1999, n. 239 ("Decreto 239"). Tale legge dispone un regime speciale (il Regime 239) che, derogando a quello ordinario (cioè, l'art. 26 del d.P.R. 600/73), prevede, per titoli aventi determinate caratteristiche, l'applicazione di un'imposta sostitutiva in luogo delle ritenute ordinarie.

L'art. 6 della Legge 130, nel disporre l'applicazione incondizionata del Regime 239 alle note emesse da veicoli 130 nel contesto di operazioni di cartolarizzazione, comporta che tali note siano soggette comunque al Regime 239 a prescindere dal rispetto o meno delle condizioni altrimenti richieste dal Decreto 239. Ciò è rilevante perché permette alle note emesse dai Veicoli 130 di godere del Regime 239 anche se le note:

- non costituiscono, ai fini fiscali, obbligazioni e titoli similari, in quanto non incorporano l'obbligazione incondizionata di pagare l'intero valore nominale a scadenza (come già osservato, infatti, le note restituiscono il capitale e pagano cedole nei limiti in cui il Veicolo 130 abbia risorse disponibili);
- non sono emesse da banche o da società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o ammesse alla negoziazione in sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo;
- non sono (i) quotate in mercati regolamentati o ammesse alla negoziazione in sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo o, alternativamente, (ii) detenute da investitori qualificati ai sensi dell'art. 100 del testo unico della finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, o "TUF").

L'imposta sostitutiva prevista dal regime 239 si applica con modalità diverse a seconda delle caratteristiche del beneficiario effettivo degli interessi e altri proventi (incluso l'eventuale disaggio di emissione) dovuti in relazione alle note, come segue:

a. Beneficiario residente in Italia ai fini fiscali

Se il beneficiario delle note emesse da un Veicolo 130 è residente in Italia ai fini fiscali ed è, alternativamente, (I) una persona fisica che non detenga le note in relazione ad alcuna attività imprenditoriale eventualmente esercitata dalla stessa, (II) un soggetto di cui all'art. 5 del Testo Unico delle imposte sui redditi, escluse le società in nome collettivo e le società in accomandita semplice, (III) un ente non commerciale, *trust* o soggetto equiparato di cui all'art. 73, comma 3, del testo unico delle imposte sui redditi, con esclusione degli organismi di investimento collettivo del risparmio, (iv) lo Stato italiano, incluse le sue articolazioni territoriali o un ente pubblico di cui all'art. 74 del testo unico delle imposte sui redditi ovvero (v) un soggetto esente dalle imposte italiane sui redditi, gli interessi e gli altri proventi maturati durante il periodo di possesso delle note è soggetto all'imposta sostitutiva di cui al Regime 239, con l'aliquota del 26 per cento. L'imposta sostitutiva è applicata al momento del pagamento della cedola ovvero al momento precedente in cui le note sono cedute (in tale ultimo caso, il Regime 239 prevede, infatti, che il rateo della cedola maturata al momento della cessione sia assoggettato all'imposta sostitutiva a tale momento, mediante prelievo del relativo importo dal corrispettivo di compravendita).

In deroga a quanto sopra, l'imposta sostitutiva non si applica se le note sono state depositate in un conto gestito da un intermediario autorizzato, in relazione al quale sia stata validamente esercitata l'opzione di cui all'art. 7 del D.Lgs. 461 del 21 novembre 1997 ("D.Lgs. 461") (il c.d. regime del risparmio gestito) ovvero, a certe condizioni e limiti, siano state immesse in un piano individuale di risparmio al lungo termine.

Nel caso in cui il beneficiario effettivo dei proventi delle note sia una persona fisica o un ente non commerciale, *trust* o soggetto equiparato di cui all'art. 73, comma 3, del testo unico delle imposte sui redditi, con esclusione degli organismi di investimento collettivo del risparmio, detengano le note in relazione ad un'attività imprenditoriale

dal medesimo esercitata, l'imposta sostitutiva è applicata con le medesime modalità di cui sopra, ma a titolo di acconto ed è, quindi, scomputabile dall'imposta lorda dovuta annualmente da questi soggetti.

Se il beneficiario effettivo delle note emesse da un Veicolo 130 è (I) una società di capitali residente in Italia ai fini fiscali o (II) una stabile organizzazione italiana di una società od ente non residente, cui le note siano effettivamente connesse, gli interessi e altri proventi dovuti in relazione alle note non sono soggetti all'imposta sostitutiva di cui al regime 239 e concorrono alla formazione del reddito imponibile complessivo di tali soggetti ai fini IRES e, a seconda delle circostanze e della natura del percettore di tali interessi e altri proventi, ai fini IRAP.

Infine, va ricordato che l'imposta sostitutiva non è applicata nemmeno nel caso in cui il beneficiario sia:

- un fondo pensione soggetto al regime di cui all'art. 17 del D.Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 ("D.Lgs. 252/2005") (decreto disciplinante i fondi pensione integrativi di diritto italiano), nei limiti in cui gli interessi e altri proventi dovuti in relazione alle note siano inclusi nel risultato economico di tale fondo e assoggettati, in quella sede, al prelievo annuale del 20 per cento;
- un fondo di investimento immobiliare italiano o una società di investimento a capitale fisso italiana di cui all'art. 37 del testo unico della finanza o all'art. 14-*bis* della Legge 86 del 25 gennaio 1994, a prescindere dal fatto che tali soggetti non scontino alcun'altra forma di tassazione sui redditi in relazione a tali interessi e altri proventi (si ricorda, in proposito, che le distribuzioni di proventi effettuate da tali soggetti a favore dei propri investitori sono soggette, in date circostanze, a una ritenuta del 26 per cento e che, se si verificano date condizioni, il reddito di tali soggetti può essere attribuito agli investitori per trasparenza, in proporzione alle relative quote di partecipazione di tali investitori);
- un fondo di investimento italiano diverso da un fondo immobiliare, una società di investimento a capitale fisso italiana diversa da quelle di cui sopra o una società di investimento a capitale variabile italiana, nei limiti in cui il gestore di ciascuna sia soggetto a vigilanza regolamentare (si ricorda, in proposito, che le

distribuzioni di proventi effettuate da tali soggetti a favore dei propri investitori sono soggette, in date circostanze, a una ritenuta del 26 per cento).

b. Beneficiario non residente in Italia ai fini fiscali

Se il beneficiario delle note emesse da un Veicolo 130 non è residente in Italia ai fini fiscali (e non dispone di una stabile organizzazione italiana cui le note siano effettivamente connesse), gli artt. 6 e 7 del Decreto 239 prevedono un regime di completa esenzione dall'applicazione dell'imposta sostitutiva nei confronti dei seguenti soggetti:

- percettori degli interessi e altri proventi delle note che siano (I) i beneficiari effettivi di tali proventi e (II) residenti ai fini fiscali in uno Stato che consenta un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e sia corrispondentemente incluso nella *white list*;
- enti di rango internazionale costituiti in esecuzione di accordi internazionali stipulati dall'Italia, banche centrali o soggetti che gestiscono le riserve ufficiali di uno Stato estero;
- investitori istituzionali stabiliti in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e siano corrispondentemente inclusi nella *white list*, ancorché sprovvisti di soggettività tributaria. In questa categoria rientrano, generalmente, i soggetti che investono nelle note emesse da veicoli 130 secondo le strutture descritte nel precedente *paragrafo 1* (Perimetro dell'indagine: le strutture più comuni per l'investimento in crediti UTP).

Va evidenziato che la legge non dispone di una definizione esplicita di investitore istituzionale. La prassi, influenzata dai chiarimenti resi dall'Agenzia delle Entrate (si vedano le Circolari n. 306/E del 23 dicembre 1996 e soprattutto n. 23/E del 1 marzo 2002) è orientata nel senso di considerare tali gli enti che, indipendentemente dalla loro veste giuridica e dal trattamento tributario cui sono assoggettati i relativi redditi nel Paese in cui sono costituiti, hanno come oggetto della propria attività l'effettuazione e la gestione di investimenti per conto proprio o di terzi che siano assoggettati a forme di vigilanza regolamentare nel Paese in cui sono costituiti ovvero che, pur non essendo assoggettati a tale vigilanza, siano in possesso di una specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finan-

ziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante dell'ente^[152]. Dai soggetti non vigilati di cui sopra, vanno, secondo i ricordati chiarimenti dell'Agenzia delle Entrate, esclusi quelli costituiti appositamente allo scopo di gestire gli investimenti effettuati da un numero comunque limitato di partecipanti, pur avendo come fine istituzionale la gestione e l'effettuazione di investimenti.

Al fine di ottenere l'esenzione da imposta sostitutiva, i soggetti di cui sopra devono (si veda infra) opportuna documentazione.

Nei casi diversi da quelli di cui sopra, l'imposta sostitutiva di cui al Regime 239 si applica con l'aliquota del 26 per cento.

Modalità di applicazione dell'imposta sostitutiva

L'imposta sostitutiva è applicata dalle banche, società di intermediazione mobiliare, società fiduciarie, società di gestione del risparmio e altri soggetti individuati mediante decreto ministeriale. Ai fini in questione, tali intermediari devono (congiuntamente):

- essere, alternativamente, (I) residenti in Italia ai fini fiscali, (II) una stabile organizzazione italiana di un intermediario finanziario non residente ovvero (III) un ente o una società non residente in Italia ai fini fiscali, che agisce tramite un sistema di gestione accentrata dei titoli ed ha nominato un rappresentante fiscale in Italia ai fini del Regime 239. In ciascun caso, gli intermediari di cui sopra devono avere attivato rapporti telematici diretti con l'amministrazione finanziaria italiana;
- intervenire nel pagamento degli interessi e altri proventi delle note, nel trasferimento di titolarità delle note o nel trasferimento delle note da un depositario a un altro.

¹⁵² La Circolare n. 23/E citata nel testo non chiarisce se, fra i soggetti ammessi all'esenzione da imposta sostitutiva, gli investitori istituzionali non soggetti a forme di vigilanza regolamentare rientrano solo quelli "privi di soggettività tributaria" (cioè, quelli che non sono assoggettati direttamente alle imposte sui redditi nello Stato in cui sono costituiti, quali, ad esempio, quelli beneficiari di esenzioni accordate dalla normativa interna, quelli che attribuiscono il proprio reddito a terzi per trasparenza o quelli esclusi da imposizione tributaria) o anche quelli soggetti direttamente a imposizione sui redditi. In proposito, pur non ravvisandosi, in linea di principio, ragioni ostative all'accesso al regime di esenzione anche da parte di questi ultimi, va rilevato che una soluzione definitiva e certa della questione non può prescindere da chiarimenti ufficiali da parte dell'Agenzia delle Entrate.

Il mancato deposito delle note presso un intermediario di cui sopra comporta la disapplicazione del Regime 239 e il conseguente assoggettamento delle note all'ordinario regime di ritenuta alla fonte disposto dall'art. 26 del d.P.R. 600/73.

In relazione all'esenzione per gli investitori non residenti prevista dagli artt. 6 e 7 del Decreto 239, va ricordato che la medesima è applicata dagli intermediari a condizione che siano tempestivamente rilasciate all'intermediario presso il quale le note sono depositate tutte le certificazioni e autocertificazioni che supportano la sussistenza delle condizioni per l'applicazione dell'esenzione (si veda, in proposito, il decreto del Ministero delle finanze del 12 dicembre 2001). Il deposito di tale documentazione non è richiesto per gli organismi internazionali costituiti in esecuzione di accordi internazionali sottoscritti dall'Italia, le banche centrali e i soggetti che gestiscono le riserve ufficiali di Stati esteri.

6.7 REGIME FISCALE DELLE PLUSVALENZE E MINUSVALENZE GENERATE IN RELAZIONE ALLE NOTE EMESSE DA VEICOLI 130

Le plusvalenze e minusvalenze generate in relazione alle note emesse da veicoli 130 sono, in generale, fiscalmente rilevanti ai fini delle imposte sui redditi. In particolare, un soggetto residente in Italia ai fini fiscali che sia, alternativamente, (I) una persona fisica che non detenga le note in relazione ad alcuna attività imprenditoriale eventualmente esercitata dalla stessa, (II) un soggetto di cui all'art. 5 del testo unico delle imposte sui redditi, escluse le società in nome collettivo e le società in accomandita semplice, (III) un ente non commerciale o equiparato, è in generale soggetto all'imposta sostitutiva di cui all'art. 5 del D.Lgs. 461, con l'aliquota del 26 per cento, secondo le disposizioni ivi previste. Si ricorda che l'imposta sostitutiva è applicata con modalità differenti a seconda delle seguenti circostanze:

- se il contribuente ha depositato in custodia e amministrazione le note presso un intermediario qualificato (cioè, una banca italiana, una società di intermediazione mobiliare o altri soggetti qualificati, incluse le stabili organizzazioni di intermediari esteri) ed ha optato per il regime del risparmio amministrato secondo

le modalità di cui all'art. 6 del D.lgs. 461, l'imposta sostitutiva è applicata sulle plusvalenze realizzate, al netto delle minusvalenze compensabili^[153] precedentemente realizzate nel medesimo anno solare o nei quattro precedenti, direttamente dall'intermediario;

- se il contribuente ha immesso le note in una gestione patrimoniale accesa presso un intermediario qualificato ed ha optato per il regime del risparmio gestito secondo le modalità di cui all'art. 7 del D.lgs. 461, l'imposta sostitutiva è applicata annualmente sul complessivo risultato maturato della gestione direttamente dall'intermediario;
- se nessuno dei regimi di cui sopra è applicabile, l'imposta sostitutiva è applicata annualmente dal contribuente nella propria dichiarazione dei redditi. In questo caso, l'imposta sostitutiva non è applicata singolarmente su ciascuna plusvalenza, ma, in applicazione dell'art. 67, comma 5, del testo unico delle imposte sui redditi, sulla somma algebrica (I) delle plusvalenze realizzate nell'anno solare di cui alle *lettere c) e c-bis* (escluse quelle di cui al comma 4 del medesimo art. 67), *c-ter) e c-quater)* dell'art. 67, comma 1, (II) le relative minusvalenze realizzate nel medesimo anno o riportate a nuovo dai quattro precedenti e (IV) le plusvalenze di cui al comma 5-*quinquies*) del medesimo art. 67, comma 1.

Le plusvalenze sulle note possono, a particolari condizioni e limiti, godere di esenzione da imposta sostitutiva se le note sono immesse in un piano individuale di risparmio a lungo termine.

Inoltre, va ricordato che l'imposta sostitutiva non è applicata nemmeno nel caso in cui il contribuente sia:

- un fondo pensione soggetto al regime di cui all'art. 17 del D.lgs. 252/2005, nei limiti in cui gli interessi e altri proventi dovuti in relazione alle note siano inclusi nel risultato economico di tale fondo e assoggettati, in quella sede, al prelievo annuale del 20 per cento;

¹⁵³ Le plusvalenze sulle note emesse da veicoli 130 rientrano fra quelle di cui alla *lettera c-bis*) dell'art. 67, comma 1, del testo unico delle imposte sui redditi. Perciò, secondo il disposto del comma 5 del medesimo articolo, le minusvalenze realizzate compensabili con tali plusvalenze sono quelle di cui alle *lettere c) e c-bis*) (escluse quelle di cui al comma 4 dell'art. 67), *c-ter) e c-quater)* dell'art. 67, comma 1.

- un fondo di investimento immobiliare italiano o una società di investimento a capitale fisso italiana di cui all'art. 37 del testo unico della finanza o all'art. 14-bis della Legge del 25 gennaio 1994, n. 86, a prescindere dal fatto che tali soggetti non scontino alcun'altra forma di tassazione sui redditi in relazione a tali interessi e altri proventi (si ricorda, in proposito, che le distribuzioni di proventi effettuate da tali soggetti a favore dei propri investitori sono soggette, in date circostanze, a una ritenuta del 26 per cento e che, se si verificano date condizioni, il reddito di tali soggetti può essere attribuito agli investitori per trasparenza, in proporzione alle relative quote di partecipazione di tali investitori);
- un fondo di investimento italiano diverso da un fondo immobiliare, una società di investimento a capitale fisso italiana diversa da quelle di cui sopra o una società di investimento a capitale variabile italiana, nei limiti in cui il gestore di ciascuna sia soggetto a vigilanza regolamentare (si ricorda, in proposito, che le distribuzioni di proventi effettuate da tali soggetti a favore dei propri investitori sono soggette, in date circostanze, a una ritenuta del 26 per cento).

L'imposta sostitutiva di cui sopra non è applicata nei confronti di contribuenti fiscalmente residenti in Italia che percepiscono reddito d'impresa (nel caso di imprenditori individuali, nei limiti in cui le note siano riconducibili all'attività di impresa esercitata dal contribuente) o di soggetti IRES. In tali casi, le plusvalenze, le minusvalenze e gli altri elementi di reddito connessi alle note confluiranno nel reddito, d'impresa o IRES, secondo le ordinarie disposizioni.

Le plusvalenze realizzate sulle note emesse da veicoli 130 da parte di soggetti non residenti in Italia ai fini fiscali sono in generale soggette a imposta sostitutiva con l'aliquota del 26 per cento, salvo i seguenti casi di esenzione:

- plusvalenze realizzate su note negoziate su mercati regolamentati. In proposito, l'Agenzia delle Entrate ha chiarito (si veda la Circolare n. 32/E del 23 dicembre 2020) che, ai fini in oggetto, fra i mercati regolamentati rientrano anche i sistemi multilaterali di negoziazione di cui alla Direttiva UE 2014/65/CE (c.d. MiFID II);
- percettori degli interessi e altri proventi delle note che residenti ai fini fiscali in uno Stato che consenta un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e sia corrispondentemente incluso nella *white list*;

- enti di rango internazionale costituiti in esecuzione di accordi internazionali stipulati dall'Italia, banche centrali o soggetti che gestiscono le riserve ufficiali di uno Stato estero;
- investitori istituzionali stabiliti in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e siano corrispondentemente inclusi nella *white list*, ancorché sprovvisti di soggettività tributaria. In questa categoria rientrano, generalmente, i soggetti che investono nelle note emesse da Veicoli 130 secondo le strutture descritte nel precedente *paragrafo 1* (Perimetro dell'indagine: le strutture più comuni per l'investimento in crediti UTP). Valgono, in merito alla nozione di "investitori istituzionali", le considerazioni già svolte sopra in relazione a investitori non residenti, al paragrafo 4.1 (Regime fiscale degli interessi e altri proventi dovuti in relazione alle note emesse da Veicoli 130);
- plusvalenze realizzate da soggetti beneficiari delle disposizioni di un trattato contro le doppie imposizioni sui redditi concluso dall'Italia col Paese di residenza del contribuente.

6.8 REGIME FISCALE DEI REDDITI DI CAPITALE E DELLE PLUSVALENZE E MINUSVALENZE IN RELAZIONE ALLE QUOTE EMESSE DA FONDI DI INVESTIMENTO ITALIANI SPECIALIZZATI IN CREDITI

I fondi di investimento italiani specializzati in crediti rientrano nella definizione di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) mobiliari di cui al TUF e sono soggetti a vigilanza regolamentare da parte della Banca d'Italia.

Ai fini delle imposte sui redditi, i proventi distribuiti da tali fondi costituiscono redditi di capitale e la relativa base imponibile è data dall'ammontare dei proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'OICR e dalla differenza tra il valore di riscatto, di liquidazione o di cessione delle quote o azioni e il costo medio ponderato di sottoscrizione o acquisto delle quote o azioni medesime (si veda art. 26-*quinquies* d.P.R. 600/73).

Il prelievo avviene come segue:

- percettore persona fisica residente in Italia ai fini fiscali, in relazione a investimenti nel fondo non connessi con un'attività imprenditoriale svolta dallo stesso o percettore ente non commerciale residente o società semplice residente: rite-

nuta a titolo d'imposta con l'aliquota del 26 per cento;

- percettore persona fisica residente in Italia ai fini fiscali, in relazione a investimenti nel fondo connessi con un'attività imprenditoriale svolta dallo stesso, percettore società di persone residente (ad esclusione delle società semplici): ritenuta a titolo d'acconto con l'aliquota del 26 per cento e concorrenza di tali proventi al reddito d'impresa;
- percettore società di capitali residente in Italia ai fini fiscali: ritenuta a titolo d'acconto con l'aliquota del 26 per cento e concorrenza di tali proventi al reddito imponibile IRES;
- percettore OICR italiano mobiliare, fondo immobiliare (di cui all'art. 6 del D.L. 351 del 2001) o forma pensionistica complementare (di cui al D.Lgs. n. 252/2005): disapplicazione della ritenuta, al fine di evitare fenomeni di doppia imposizione;
- percettore non residente fiscalmente in Italia: ritenuta a titolo d'imposta con l'aliquota del 26 per cento, in generale. Non sono, tuttavia, soggetti a imposizione i proventi percepiti dai soggetti elencati nell'art. 26 del Decreto 239, cioè da quelli per i quali è altrettanto prevista l'esenzione da imposta sostitutiva nel contesto del regime 239. Per maggiori dettagli in relazione a tali soggetti, si rimanda al precedente paragrafo 4.1 (Regime fiscale degli interessi e altri proventi dovuti in relazione alle note emesse da Veicoli 130).

Circa le plusvalenze e minusvalenze conseguite sulle quote in oggetto, va rilevato che gli strumenti finanziari di cui si tratta rientrano, al pari delle note emesse da Veicoli 130 nel contesto di operazioni di cartolarizzazione, fra quelli di cui alla *lettera c-ter* del comma 1 dell'art. 67 del Testo Unico delle imposte sui redditi, risultando, quindi, soggette al medesimo regime applicabile a tali note. Per la descrizione del regime impositivo applicabile si rimanda, quindi, al precedente *paragrafo 4.2* (Regime fiscale delle plusvalenze e minusvalenze generate in relazione alle note emesse da veicoli 130). In proposito, conviene aggiungere che, in seguito alle modifiche apportate dal D.Lgs. 44 del 4 marzo 2014, la cessione, il rimborso e la liquidazione di quote di OICR (incluse quelle qui in commento) non possono di fatto generare plusvalenze, perché l'intero reddito risulta assorbito dalla base imponibile del reddito di capitale di cui sopra. Possono, invece, emergere minusvalenze fiscalmente rilevanti.

6.9 IMPOSTA DI BOLLO SULLE COMUNICAZIONI FINANZIARIE

Ai sensi dell'art. 13 della tariffa, parte I, allegata al Decreto del Presidente della Repubblica del 26 ottobre 1972, n. 642, le comunicazioni periodiche trasmesse da intermediari finanziari italiani ai propri clienti in relazione a strumenti finanziari (incluse le note) depositati presso i medesimi sono soggette a imposta di bollo proporzionale.

L'imposta è applicata con l'aliquota dello 0,2 per cento sui titoli depositati presso tali intermediari, con un minimo di 34,2 euro, salvo esenzioni, e un massimo di 14.000 euro per investitori diversi dalle persone fisiche.

La base imponibile è costituita dal valore di mercato (o, se non disponibile, dal valore nominale o dal valore di rimborso o, se anche quest'ultimo valore non è disponibile, dal valore di acquisto o sottoscrizione) riportato sulle comunicazioni periodiche di cui sopra e proporzionato al periodo temporale coperto dalle comunicazioni in oggetto. Sulla base della lettera della legge e del decreto ministeriale implementativo della medesima (si veda il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze del 24 maggio 2012), l'imposta in oggetto si applica a ogni investitore che sia un cliente (nel senso definito dalle istruzioni della Banca d'Italia) di un soggetto che eserciti in qualsiasi forma un'attività bancaria, finanziaria o assicurativa sul territorio italiano. L'imposta si applica in capo a investitori italiani e non, nei limiti in cui le note siano depositate presso un intermediario finanziario residente in Italia.

6.10 IL *SERVICING*

In continuità con tutto quanto appena illustrato, va evidenziato inoltre che accanto alla cessione del credito può prevedersi l'affidamento al cedente (vale a dire in sostanza la conservazione in capo ad esso) di alcune attività strumentali rispetto all'operazione principale, dette generalmente di *servicing*, remunerate con apposite commissioni (non sempre distinte, come si vedrà oltre), che tipicamente prevedono prestazioni di (a) incasso e/o (b) recupero crediti, nonché in alcuni casi (c) assistenza e/o consulenza

tecnica nelle vicende successive alla cessione^[154].

Ai fini dell'IVA, le prestazioni *sub b)* e *c)* andrebbero senz'altro assoggettate all'imposta con aliquota ordinaria ai sensi rispettivamente dell'art. 10, primo comma, n. 1 e dell'art. 3, primo comma del d.P.R. 633/72, mentre per la prestazione *sub a)* e quindi per l'amministrazione, la gestione, l'incasso e la riscossione dei crediti *in bonis*, è utile svolgere alcune considerazioni aggiuntive.

Innanzitutto, l'attività di gestione dei crediti in sé potrebbe essere esclusa dall'esenzione di cui al più volte menzionato art. 10 del d.P.R. 633/72 (e in realtà è accaduto che tale esenzione sia stata concretamente contestata). Come è noto, infatti, la norma limita espressamente l'esenzione alla «*gestione degli stessi (crediti) da parte dei concedenti*» e nel caso di specie i crediti da gestire sono stati ceduti, pertanto il cedente/*servicer* – peraltro sotto un profilo esclusivamente formale – potrebbe non rappresentare più il concedente. Né sembrerebbe ammessa un'interpretazione analogica – più che estensiva – della norma, dal momento che trattasi di disposizione a carattere eccezionale, non applicabile oltre il suo perimetro letterale. L'ABI^[155] ha esplicitamente indicato le prestazioni di *servicing* come esenti da iva, in quanto espressive di operazioni di pagamento, nella misura in cui consistano nella riscossione dei crediti ceduti e nell'effettuazione di servizi di cassa e di pagamento connessi alle operazioni di cartolarizzazione, che come è noto sottendono essenzialmente una cessione dei crediti e dunque risultano di utile riferimento ai fini della presente trattazione. D'altro canto, merita anche evidenziare la stretta strumentalità delle prestazioni di *servicing* rispetto all'operazione principale di cessione dei crediti: è realmente evidente che le attività di *servicing* consentono il perfezionamento della cessione sotto il profilo meramente operativo, ossia rendono concretamente possibile – o comunque più semplice – per il cessionario ricevere l'adempimento dei debitori^[156]. Ciò condurrebbe parimenti ad individuare nell'esenzione dall'IVA il corretto trattamento delle prestazioni *de quibus*.

¹⁵⁴ Cfr. Le indicazioni fornite dall'art. 2, terzo comma, *lett. c)* della Legge 130 sulla cartolarizzazione, ove si menzionano «*i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento*».

¹⁵⁵ V. la Circolare TR/339 del 22 gennaio 2001.

¹⁵⁶ Sul punto, Cfr. ad es. la Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 283/E dell'11 dicembre 2009.

Ciò non di meno, la Corte di giustizia^[157] ha affermato che «l'art. 13, parte B, lett. d), punto 3 della sesta direttiva (...) deve essere interpretato nel senso che non rientra nell'esenzione dall'imposta sul valore aggiunto prevista da tale disposizione una prestazione di servizi che consiste, in sostanza, nel richiedere alla banca di un terzo il trasferimento, attraverso il sistema di "addebito diretto", di una somma dovuta da detto terzo al cliente del prestatore di servizi sul conto di quest'ultimo, nell'inviare al cliente un resoconto delle somme riscosse, nel contattare i terzi da cui il prestatore di servizi non ha ricevuto il pagamento e, infine, nel dare ordine alla banca del prestatore di servizi di trasferire i pagamenti ricevuti, diminuiti della retribuzione di quest'ultimo, sul conto corrente del cliente». I servizi in questione, dunque, potrebbero rappresentare nella sostanza una forma di recupero dei crediti da assoggettare ad IVA, come segnalato più sopra, in quanto volti a far ottenere il pagamento di debiti di denaro, anche non scaduti (che quindi potrebbero essere saldati alla scadenza) ed anche senza l'applicazione di misure coercitive volte al pagamento effettivo dei debiti.

Tale orientamento in effetti non convince appieno ed è stato criticato dalla dottrina. Tra l'altro, la stessa Agenzia delle entrate^[158] ha chiarito in merito come ai fini fiscali assuma «rilevo determinante la distinzione tra i casi in cui il prestatore di servizi mette semplicemente a disposizione del cliente le proprie risorse (ad esempio le proprie apparecchiature), affinché il cliente/banca esegua le operazioni, rispetto ai casi in cui il prestatore interviene nelle procedure di esecuzione delle operazioni bancarie e le effettua direttamente, modificando, in tal modo, le situazioni giuridiche ed economiche del cliente finale e garantendo la corretta esecuzione; mentre le prime operazioni scontano l'IVA in maniera ordinaria, le seconde sono riconducibili al campo di applicazione dell'esenzione». Inoltre, «in linea di principio, costituiscono operazioni imponibili le prestazioni di servizi che non generano esposizioni finanziarie a debito o a credito per il cliente, come ad esempio le attività di raccolta, catalogazione e veicolazione delle informazioni inerenti i rapporti contrattualizzati dai clienti finali con la banca, i servizi di gestione anagrafica ovvero la mera messa a disposizione dell'interfaccia informatica; viceversa, sono riconducibili al campo di applicazione dell'esenzione le operazioni, come ad esempio i servizi di pagamento, oggetto

¹⁵⁷ V. la Sentenza resa il 28 ottobre 2010 nel caso Axa-Denplan, Procedimento C-175/09.

¹⁵⁸ Proprio con la già menzionata Risoluzione n. 283/E dell'11 dicembre 2009.

peraltro della pronuncia della Corte di Giustizia¹⁵⁹, idonei ad incidere nella sfera giuridica del destinatario». Ed ancora, «elemento significativo, al fine di distinguere le due tipologie di operazioni sopra indicate, è il grado di responsabilità che il prestatore assume sulla base degli specifici accordi contrattuali conclusi col cliente; l'esenzione può trovare applicazione quando il prestatore risponde della corretta "esecuzione" dei servizi finanziari, mentre non si applica se la responsabilità è limitata agli aspetti tecnici, concernendo, in definitiva, soltanto il corretto "funzionamento" del servizio».

Qualora dunque sussista sia l'incidenza delle attività di amministrazione, gestione, incasso e riscossione svolte dal *servicer* nella sfera giuridica del mandante, sia la responsabilità del *servicer* per la corretta esecuzione di dette attività, esse andrebbero ricomprese nell'ambito dell'esenzione dall'IVA; rimarrebbe invece ordinariamente assoggettata ad IVA l'attività di vero e proprio recupero dei crediti "in ritardo" e "in sofferenza", oltre che ovviamente quella di assistenza e consulenza tecnica.

La differenza nel trattamento ai fini dell'IVA nelle due macroaree di attività appena indicate, ossia amministrazione, gestione, incasso e riscossione da un lato e recupero, nonché assistenza e consulenza dall'altro, assume poi una rilevanza ulteriore nel caso in cui le relative commissioni non siano applicate distintamente. Qualora infatti un corrispettivo indistinto sia reso a fronte di prestazioni in parte ordinariamente assoggettate ad IVA ed in parte esenti dall'applicazione del tributo, potrebbe ritenersi che l'intero corrispettivo vada assoggettato ad IVA¹⁶⁰. Pertanto, la previsione di un prezzo unico per una generica attività di *servicing* affidata al cedente, che in ipotesi possa essere interpretata come comprendente amministrazione, gestione, incasso, riscossione e recupero dei crediti ceduti, nonché (addirittura) assistenza e consulenza per le vicende successive alla cessione, rischierebbe concretamente di determinare l'applicazione

¹⁵⁹ Nella specie si trattava della Sentenza del 5 giugno 1997, resa nella Causa C-2/95 promossa dalla *Sparekassernes Datacenter*.

¹⁶⁰ Cfr. la Risoluzione Ministeriale n. 142/E del 26 agosto 1999. In realtà poi la stessa Agenzia delle Entrate ha chiarito l'importanza ai fini che qui occupano di un'eventuale predominanza che conferisca carattere essenziale ad un'attività, anziché all'altra (in ipotesi accessoria). In tal caso, l'aliquota applicabile sarebbe (non la più alta, ma) quella corrispondente alla prestazione essenziale e predominante: in questo senso, ad esempio, la risoluzione dell'Agenzia delle entrate n. 56/E del 2017. Va evidenziato in merito che la stessa Corte di giustizia dell'Unione Europea, nella sentenza resa il 18 gennaio 2018 nella causa C-463/16, conclude espressamente che «una prestazione unica ... composta da due elementi distinti, uno principale e l'altro accessorio, che, se fossero prestati separatamente, sarebbero assoggettati ad aliquote di imposta sul valore aggiunto differenti, deve essere tassata alla sola aliquota di imposta sul valore aggiunto applicabile a tale prestazione unica, determinata in funzione dell'elemento principale, anche qualora il prezzo di ciascun elemento che compone il prezzo totale versato da un consumatore per poter beneficiare di tale prestazione possa essere identificato».

dell'IVA con l'aliquota ordinaria – oggi, com'è noto, del 22 per cento – all'intero corrispettivo. Al contrario, la distinzione dettagliata dei corrispettivi pattuiti per le singole attività, eventualmente accompagnata da una descrizione quanto più possibile approfondita delle attività stesse, ovviamente in aderenza alla volontà delle parti e alla realtà fattuale del rapporto contrattuale, consentirebbe certamente l'applicazione alle singole componenti del pertinente regime di esenzione o imponibilità.

A margine, è utile ricordare che in tema di cartolarizzazioni è stato espressamente chiarito che nelle operazioni di cui alla Legge 130, ove il soggetto che presta i servizi di *servicing* è il soggetto concedente il credito (*originator*), detti servizi possono fruire dell'esenzione da IVA, «*in quanto servizi di gestione dei crediti da parte dei concedenti, ai sensi dell'art. 10, primo comma, n. 1), del D.P.R. n. 633 del 1972. Di contro, qualora il servicer renda altre prestazioni di servizi, diverse rispetto alle operazioni proprie del servicing, va da sé che dovrà essere individuato caso per caso il regime IVA applicabile*»¹⁶¹.

In conclusione, il corretto trattamento ai fini dell'IVA delle commissioni di *servicing* nei termini sopra descritti parrebbe dipendere ragionevolmente (a) da un'esauritiva specificazione del contenuto delle singole attività affidate al *servicer* negli accordi contrattuali e conseguentemente (b) dalla distinzione dei relativi compensi.

6.11 LE VICENDE SUCCESSIVE ALL'ACQUISTO DEI CREDITI: LA RISTRUTTURAZIONE

Spesso, una volta acquistato, il credito UTP va opportunamente ristrutturato, in modo da aumentarne le possibilità di recupero. La ristrutturazione è attuata avendo presente la situazione complessiva del debitore e si pone in continuità con la logica più ampia che ha portato all'investimento nel credito medesimo, una logica che può avere riguardo (I) all'interesse dell'investitore di porsi come nuovo finanziatore del debitore in un contesto di ristrutturazione complessiva delle struttura finanziaria del debitore, (II) all'interesse, che in linea di principio può anche non essere alternativo al precedente, di mirare a un investimento nell'*equity* del debitore (e, in questo caso, spesso si lavora a una conversione, di solito parziale, del credito in *equity*) o (III) a una combinazione dei precedenti.

¹⁶¹ Così la Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 106/E del 2016.

È molto meno frequente, di converso, che l'investimento in crediti UTP sia finalizzato solo all'incasso dei medesimi o al ripossessamento degli immobili che eventualmente li garantiscono, come avviene invece molto frequentemente nel caso di investimento in crediti *non performing* (NPL). Ciò, perché nel caso di UTP le prospettive di recupero del credito sono naturalmente diverse da quelle di un NPL e consentono, appunto, di guardare all'investimento con una prospettiva più ampia.

La ristrutturazione del credito può incidere su molte caratteristiche del credito e dipende molto dall'origine del medesimo. Ad esempio, nel caso di crediti UTP originati da finanziamenti bancari spesso si assiste a modifiche delle scadenze e del tasso e all'eventuale erogazione di nuova finanzia (e alla conseguente eventuale presa di garanzie a valere sulle nuove erogazioni). In tali casi, gli aspetti fiscali da tenere in considerazione sono i seguenti:

- impatto delle modifiche sul regime fiscale del finanziamento sottostante, di solito soggetto al regime dell'imposta sostitutiva sui finanziamenti a medio lungo termine di cui agli artt. 15 e seguenti del d.P.R. 601/73. In proposito, vale ricordare la giurisprudenza della Corte di Cassazione che chiarisce che la modifica del termine di un finanziamento soggetto a imposta sostitutiva non fa venir meno l'applicazione della medesima, a prescindere dalla durata della proroga pattuita (a prescindere, cioè, dal fatto che la proroga sia o meno superiore ai 18 mesi) (Cass. Civ. Sez. VI - 5, Ordinanza del 19 marzo 2014, n. 6412);
- applicabilità dell'imposta sostitutiva alla nuova finanzia eventualmente erogata. In proposito, va ricordato che i finanziamenti a medio e lungo termine erogati dai Veicoli 130 sono ammessi al regime dell'imposta sostitutiva, se ne rispettano le condizioni previste per legge (si veda l'art. 17-*bis* del d.P.R. 601/73).

La ristrutturazione del credito può anche essere accompagnata da una conversione, parziale o totale, del credito *in equity*. In proposito, va ricordato che tale conversione produce conseguenze tributarie diverse a seconda delle modalità con cui viene attuata. In proposito:

- la conversione di un credito *in equity* attuata mediante rinuncia al credito medesimo viene spesso valutata in situazioni in cui il creditore è azionista o quotista del debitore. In tali casi, va tenuto presente il disposto dell'art. 88, comma 4-*bis* del Testo Unico delle Imposte sui redditi, che prevede che tale rinuncia non comporta

- sopravvenienza attiva imponibile in capo al debitore residente (si assume costituito nella forma di società di capitali soggetta a IRES) nei limiti del costo fiscale attribuito al credito in capo al creditore, mentre risulta imponibile per l'eccedenza;
- la conversione di un credito *in equity* mediante aumento di capitale del debitore liberato mediante compensazione col credito medesimo non dovrebbe, in linea di principio, determinare effetti fiscali in capo al debitore. Tuttavia, nel caso in cui il debitore sia uno IAS/IFRS *adopter*, andranno valutati, ai fini fiscali, gli eventuali effetti contabili che tale conversione produce, nei limiti in cui si generino poste (sopravvenienze attive) da contabilizzare nel conto economico.

6.12 IL RIPOSSESSAMENTO DEGLI IMMOBILI MEDIANTE SOCIETÀ IMMOBILIARI O SOCIETÀ VEICOLO DI APPOGGIO

Come osservato nel *paragrafo 5.1* (La ristrutturazione del credito UTP), talvolta, quando i crediti UTP sono assistiti da garanzia ipotecaria, l'acquisto del portafoglio non esaurisce le opportunità di massimizzazione dell'investimento. In tali casi, *a late-re* dell'investimento nei crediti UTP, viene anche valutata la partecipazione alle aste giudiziarie tramite le quali sono venduti gli immobili gravati da ipoteca a favore dei menzionati crediti (c.d. ripossessamento degli immobili). Ciò può accadere quando, ad esempio, nonostante la ristrutturazione, la qualità finanziaria del credito non migliori o, addirittura, si deteriori abbastanza da spingere i creditori a valutare strategie orientate alla monetizzazione del medesimo.

In particolare, la partecipazione a tali aste può essere effettuata alternativamente tramite società Veicolo d'appoggio di cui all'art. 7.1 della Legge 130 (c.d. *Società 7.1*) o tramite ordinarie società di capitali (generalmente società a responsabilità limitata). Le *Società 7.1* sono recenti, essendo state introdotte nel 2017 (si veda l'art. 60-*sexies* comma 1, lett. b), D.L. 24 aprile 2017, n. 50, convertito, con modificazioni, dalla L. 21 giugno 2017), n. 96, ma rese efficienti ai fini civilistici e fiscali solo successivamente¹⁶² e sono, perciò, la scelta

¹⁶² Si vedano l'art. 1, comma 445, lett. a), L. 27 dicembre 2019, n. 160, l'art. 23, comma 1, lett. c), nn. 1.1), 1.2), 2), 3) e 4), D.L. 30 aprile 2019, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla L. 28 giugno 2019, n. 58, l'art. 1, comma 215, L. 30 dicembre 2020, n. 178, e l'art. 1, comma 445, lett. b), L. 27 dicembre 2019, n. 160.

preferita nelle strutture più recenti, salvo casi particolari (ad esempio, quando si tratta di detenere un singolo immobile per il quale la cessione è prevista mediante c.d. share deal, cioè mediante cessione della quota di partecipazione nella società che lo detiene).

Le *Società 7.1* sono soggette a un regime speciale che presenta alcune caratteristiche peculiari. In particolare, tali società possono essere costituite solo in relazione e a servizio di un'operazione di cartolarizzazione effettuata da un Veicolo 130, il loro patrimonio e tutti i flussi finanziari che le medesime generano costituiscono patrimonio separato rispetto a quello proprio della società e sono destinati all'esclusivo soddisfacimento dei diritti incorporati nelle note emesse dal Veicolo 130 che ha effettuato l'operazione di cartolarizzazione.

Ciò comporta che la dinamica reddituale di tale patrimonio separato vada contabilizzata "sotto la linea", analogamente a quanto accade ai crediti acquisiti da un Veicolo 130 nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione. Questo trattamento contabile fuori bilancio determina, ai fini fiscali, l'esclusione da tassazione sui redditi dei flussi reddituali prodotti dalla *Società 7.1* in relazione al patrimonio separato, per ragioni analoghe a quelle riportate al paragrafo 3.1 (L'imposizione diretta sui redditi prodotti dai portafogli di UTP in capo al Veicolo 130) a proposito di Veicoli 130.

I redditi generati dal patrimonio separato, unitamente alle risorse finanziarie derivanti dallo smobilizzo degli immobili inclusi in tale patrimonio, sono trasferiti al Veicolo 130 (cui la *Società 7.1* funge da "appoggio") sulla base di un'obbligazione che nasce direttamente dalla legge.

La prassi del mercato regola la relazione fra *Società 7.1* e Veicolo 130 nel seguente modo: il Veicolo 130 mette in fondi la *Società 7.1* al fine di partecipare alle aste giudiziarie al fine di aggiudicarsi gli immobili in oggetto, corrispondendo alla *Società 7.1* l'importo da versare per partecipare all'asta (di solito, il 10 per cento del valore d'asta nonché le somme aggiuntive necessarie per coprire le spese della *Società 7.1*).

Successivamente:

- se la partecipazione all'asta avviene mediante offerta, da parte della *Società 7.1*, di pagare l'intero prezzo offerto, il Veicolo 130 versa alla *Società 7.1* ulteriori somme al fine di coprire il prezzo offerto (più gli oneri accessori dovuti in esito all'aggiudicazione e le eventuali spese per ristrutturazioni dell'immobile volte a valorizzarlo);

- se la partecipazione all'asta avviene, invece, mediante offerta della *Società 7.1* di accollarsi il debito del debitore escusso a favore del quale l'immobile in asta è posto a garanzia, le ulteriori somme versate dal Veicolo 130 alla *Società 7.1* coprono l'eventuale eccedenza del prezzo offerto rispetto al debito da accollare (inclusi gli oneri accessori dovuti in esito all'aggiudicazione e le eventuali spese per ristrutturazioni dell'immobile volte a valorizzarlo). In tale caso, in esito all'accollo del debito del debitore escusso, la *Società 7.1* risulta debitrice direttamente nei confronti del Veicolo 130 (che è titolare del credito nei confronti del debitore escusso e che, dunque, in esito all'accollo da parte della *Società 7.1*, si trova ad essere creditore di quest'ultima).

L'obbligazione della *Società 7.1* nei confronti del Veicolo 130 derivano, dunque, sia dall'accollo di debito di cui sopra (se effettuato) sia direttamente dalla legge.

Anche gli incassi e i pagamenti di risorse finanziarie ricevuti ed effettuati dalla *Società 7.1* in relazione a quanto sopra, in quanto relativi al patrimonio separato costituito in seno alla *Società 7.1*, non assumono rilevanza reddituale in capo alla medesima.

Ai fini IVA, la *Società 7.1* è soggetta alle regole ordinarie, incluse quelle relative alla istituzione di contabilità IVA separate ai sensi dell'art. 36 del d.P.R. 633/72.

Ai fini delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, le *Società 7.1* godono delle seguenti agevolazioni fiscali (si veda l'art. 7.1 della Legge 130)¹⁶³:

- ai sensi del comma 4-bis del medesimo articolo, *“si applicano le imposte di registro, ipotecaria e catastale in misura fissa sugli atti e le operazioni inerenti il trasferimento a qualsiasi titolo, anche in sede giudiziale o concorsuale, dei beni e diritti di cui ai commi 4 e 5, in favore della società Veicolo d'appoggio, inclusi eventuali accolti di debito, e le garanzie di qualunque tipo, da chiunque e in qualsiasi momento prestate, in favore*

¹⁶³ Per completezza, vanno riportati i seguenti chiarimenti: la risposta ad interpellato dell'Agenzia delle Entrate n. 132 del 02/03/2021 "Articolo 11, comma 1, lett. a), Legge 27 luglio 2000, n. 212 - Legge n. 130 del 1999 - Società di cartolarizzazione dei proventi da gestione immobiliare - IVA, IRES, IRAP. Imposte ipotecaria e catastale"; la risposta ad interpellato dell'Agenzia delle Entrate n. 56 del 15/02/2019 "Interpello ex articolo 11, comma 1, lett. a), Legge 27 luglio 2000, n. 212 - Trattamento fiscale ai fini Ires, Irap, imposte di registro e ipo-catastali delle società costituite ai sensi dell'articolo 7.1, comma 4, Legge 30 aprile 1999, n. 130"; la risposta ad interpellato dell'Agenzia delle Entrate n. 304 del 28-04-2021 "Agevolazioni articolo 7.1, comma 4-bis della Legge n. 130 del 1999 per i crediti deteriorati, prima di essere oggetto di cartolarizzazione, siano stati ceduti, dalla banca o dall'intermediario finanziario generante gli stessi, ad intermediari non finanziari che optato per cartolarizzazione"; il documento del Consiglio Nazionale del Notariato "Prime note sul regime fiscale delle operazioni di cartolarizzazione nel Decreto Crescita 2019" (83-2019) (si veda il paragrafo 4).

della società di cartolarizzazione o altro finanziatore ed in relazione all'operazione di cartolarizzazione, a valere sui beni e diritti acquistati dalle società Veicolo d'appoggio ai sensi del comma 4, le relative eventuali surroghe, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali, ivi comprese le relative cessioni di credito”;

- ai sensi del comma 4-ter del medesimo articolo, *“alla società Veicolo d'appoggio cessionaria dei contratti e rapporti di locazione finanziaria e dei beni derivanti da tale attività si applicano le disposizioni in materia fiscale applicabili alle società che esercitano attività di locazione finanziaria. Alle cessioni di immobili oggetto di contratti di leasing risolti o altrimenti cessati per fatto dell'utilizzatore effettuate alla e dalla medesima società si applica l'articolo 35, comma 10-ter.1*[164], del decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248. Per le trascrizioni nei pubblici registri e volture catastali effettuate a qualunque titolo in relazione ai beni e diritti acquisiti dalla società Veicolo d'appoggio le imposte di registro, ipotecaria e catastale sono dovute in misura fissa”;*
- ai sensi del comma 4-quater del medesimo articolo, *“per gli atti e i provvedimenti recanti il successivo trasferimento, a favore di soggetti che svolgono attività d'impresa, della proprietà o di diritti reali, anche di garanzia, sui beni immobili acquistati dalle società Veicolo d'appoggio in relazione all'operazione di cartolarizzazione, le imposte di registro, ipotecaria e catastale sono dovute in misura fissa, a condizione che l'acquirente dichiari, nel relativo atto, che intende trasferirli entro cinque anni dalla data di acquisto. Ove non si realizzi tale condizione entro il quinquennio successivo, le imposte di registro, ipotecaria e catastale sono dovute dall'acquirente nella misura ordinaria e si applica una sanzione amministrativa del 30%, oltre agli interessi di mora di cui all'articolo 55, comma 3, del testo unico delle disposizioni concernenti l'imposta di registro, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 26 aprile 1986, n. 131. Dalla scadenza del quinquennio decorre il termine per il recupero delle imposte ordinarie da parte dell'amministrazione finanziaria. Resta fermo quanto previsto dal comma 5”;*

¹⁶⁴ Tale norma dispone che *“Alle cessioni, effettuate dalle banche e dagli intermediari finanziari autorizzati di cui all'articolo 106 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al Decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni, nel caso di esercizio, da parte dell'utilizzatore, dell'opzione di acquisto dell'immobile concesso in locazione finanziaria, ovvero nel caso di immobile riveniente da contratti di locazione finanziaria risolti per inadempimento dell'utilizzatore, le imposte di registro, ipotecaria e catastale sono dovute in misura fissa”*

- ai sensi del comma 4-*quinqüies*, del medesimo articolo, “*gli atti e i provvedimenti di cui al comma 4-quater emessi a favore di soggetti che non svolgono attività d’impresa sono assoggettati alle imposte di registro, ipotecaria e catastale nella misura fissa di 200 euro ciascuna sempre che in capo all’acquirente ricorrano le condizioni previste alla nota II-bis) all’articolo 1 della tariffa, parte prima, allegata al testo unico delle disposizioni concernenti l’imposta di registro, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 26 aprile 1986, n. 131. In caso di dichiarazione mendace nell’atto di acquisto, ovvero di rivendita nel quinquennio dalla data dell’atto, si applicano le disposizioni indicate nella predetta nota*”;
- infine, ai sensi del successivo comma 5, “*(...) alle cessioni di immobili effettuate dalla medesima società si applicano integralmente le agevolazioni originariamente previste dall’articolo 35, comma 10-ter.1*¹⁶⁵, del Decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla Legge 4 agosto 2006, n. 248*”.

Se il ripossessamento avviene mediante utilizzo, in alternativa a una *Società 7.1*, di una ordinaria società di capitali (tipicamente, una società a responsabilità limitata), ai fini delle imposte sui redditi e dell’IRAP quest’ultima è soggetta all’ordinario regime fiscale previsto per i soggetti IRES e IRAP. La dinamica reddituale generata dagli immobili ripossessati sarà, dunque, rilevanti a questi fini.

Gli eventuali utili generati da tale società sono normalmente disponibili per la distribuzione ai soci secondo le ordinarie disposizioni civilistiche e fiscali.

Ai fini delle imposte di registro, ipotecaria e catastale, nonché dell’imposta sul valore aggiunto, le società immobiliari di cui sopra sono soggette alle regole ordinarie.

Se in alternativa al ricorso a un Veicolo 130, l’investimento nei crediti UTP avviene tramite un fondo di investimento italiano specializzato in crediti, il ripossessamento degli immobili non può avvenire mediante utilizzo di *Società 7.1* (che possono essere costituite solo in funzione e a servizio di un Veicolo 130 nel contesto di operazioni di cartolarizzazione), ma è di solito effettuato tramite ordinarie società di capitali o, in alternativa, tramite fondi di investimento immobiliare chiusi.

¹⁶⁵ Si veda la nota precedente.

7 L'INTEGRAZIONE DEGLI ESG NELL'ANALISI DEL RISCHIO DEI CREDITI UTP

A cura di TIZIANA VALLONE ^[166]

7.1 LE ISTITUZIONI BANCARIE E I RISCHI ESG

L'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha evidenziato in un recente contributo quanto ridotta e imperfetta risulti la capacità delle banche di classificare i propri debitori in funzione del loro livello di vulnerabilità a eventi fisici avversi e a mutamenti nel contesto normativo, tecnologico e di mercato guidati dall'emergenza climatica, nonché da tutti i fattori ad oggi sintetizzabili nell'acronimo ESG (*environment, social e governance*).

Le metodologie per quantificare gli effetti di tali rischi e vulnerabilità, sono a tutt'oggi basate su criteri qualitativi e soggettivi, stante la mancanza di un set di riferimento di indicatori, l'assenza di adeguati dati storici di riferimento e l'oggettiva difficoltà di costruire modelli in grado di gestire con un adeguato margine di confidenza previsioni a lungo e lunghissimo termine. I rischi ambientali e, in misura ancora maggiore, quelli sociali e di *governance* vengono dunque misurati in modo non sempre preciso, ma soprattutto non omogeneo, dalle singole banche.

L'Autorità bancaria europea (EBA) ha pubblicato nel marzo del 2021 un documento in cui si esprime l'urgenza di individuare un tool di indicatori e *kpi* sui rischi ambientali, sociali e di *governance* (ESG). Gli studi effettuati ad oggi mostrano come i cambiamenti climatici possano esacerbare altri rischi all'interno dei bilanci degli istituti bancari e di come gli **stessi istituti stiano mitigando tali rischi e il loro rapporto con le attività verdi in relazione alle esposizioni, in coerenza con gli obiettivi dell'accordo di Parigi sul clima (2015)**^[167].

La divulgazione di informazioni sui rischi ESG è uno strumento essenziale per pro-

¹⁶⁶ Dottore Commercialista e Revisore Legale, componente della Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Odcec Milano; membro del *Centre For Social And Environmental Accounting Research* (CSEAR) dell'Università di Saint Andrew in Scozia e del *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) con cui ha approfondito i temi della sostenibilità e l'analisi in ambito ESG. Esperta in ambito *Corporate Finance e Risk Management*. Ha altresì maturato esperienze nell'ambito di processi di *turnaround* e operazioni di ristrutturazione aziendale.

¹⁶⁷ L'Accordo di Parigi è un accordo tra gli Stati membri della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) riguardo alla riduzione dei gas serra, e alla finanza, a partire dal 2020. L'accordo è stato negoziato da 196 Paesi nel 2015 con l'obiettivo di contenere l'aumento della temperatura media globale a 1,5° C al fine di ridurre i cambiamenti climatici.

muovere questo nuovo *framework* sul mercato, consentendo agli stakeholder di prenderne in considerazione l'eventuale impatto.

In linea con quanto stabilito nel regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR), l'EBA propone di individuare informazioni quantitative comparabili sulla transizione correlata ai cambiamenti climatici e sui rischi fisici, comprese informazioni sulle esposizioni verso attività connesse al carbonio e attività soggette a eventi cronici e acuti legati ai cambiamenti climatici. Si fa altresì riferimento ad altre informazioni quantitative sulle azioni di mitigazione degli enti a sostegno delle loro controparti nella transizione verso un'economia neutra in materia di emissioni di carbonio e nell'adattamento ai cambiamenti climatici. In particolare viene identificato quale principale indicatore il GAR (*Green Asset Ratio*) dato dal rapporto tra i prestiti e i titoli che soddisfano la tassonomia ambientale dell'UE (compresi i green bond europei) e la maggior parte delle attività del portafoglio bancario in bilancio.

Questo metterà in posizione di svantaggio le banche con una quota elevata di prestiti ad imprese non-NFRD^[168] premiando i finanziamenti delle attività sostenibili dal punto di vista ambientale secondo la tassonomia dell'UE, come quelle coerenti con il Green Deal europeo e gli obiettivi dell'accordo di Parigi.

Nell'elaborare queste proposte, l'EBA si è basata sulle raccomandazioni della *task force* del Consiglio per la stabilità finanziaria sulle informazioni finanziarie relative al clima (FSB-TCFD)^[169], sugli orientamenti non vincolanti della Commissione Europea sulla comunicazione dei cambiamenti climatici e sulla tassonomia dell'UE. L'EBA ha elaborato il documento di consultazione n.28 del 2021 in parallelo e coerentemente con il parere alla Commissione Europea in merito regolamento sulla tassonomia ,compresa una proposta comune di GAR.

Nel parere e nella relazione di accompagnamento e negli allegati, l'EBA elabora gli indicatori di KPI che gli Istituti bancari dovrebbero divulgare, la portata e la metodologia per il calcolo di tali indicatori di applicazione e le informazioni qualitative che dovrebbero fornire. Inoltre, l'EBA include alcune raccomandazioni strategiche alla Commissione affinché si mettano in atto mezzi per facilitare la divulgazione l'eventuale esten-

¹⁶⁸ Direttiva Europea 2014/95 detta anche "NFRD" ovvero Non Financial Reporting Directive, recepita in Italia con il Dlgs 254/16 che ha introdotto l'obbligo di un'informativa non finanziaria per le società di interesse pubblico.

¹⁶⁹ La Task Force on Climate-Related Financial Disclosure nell'ambito del Financial Stability Board

sione degli indicatori di qualità superiore a tutte le attività pertinenti, comprese le esposizioni sovrane e delle banche centrali.

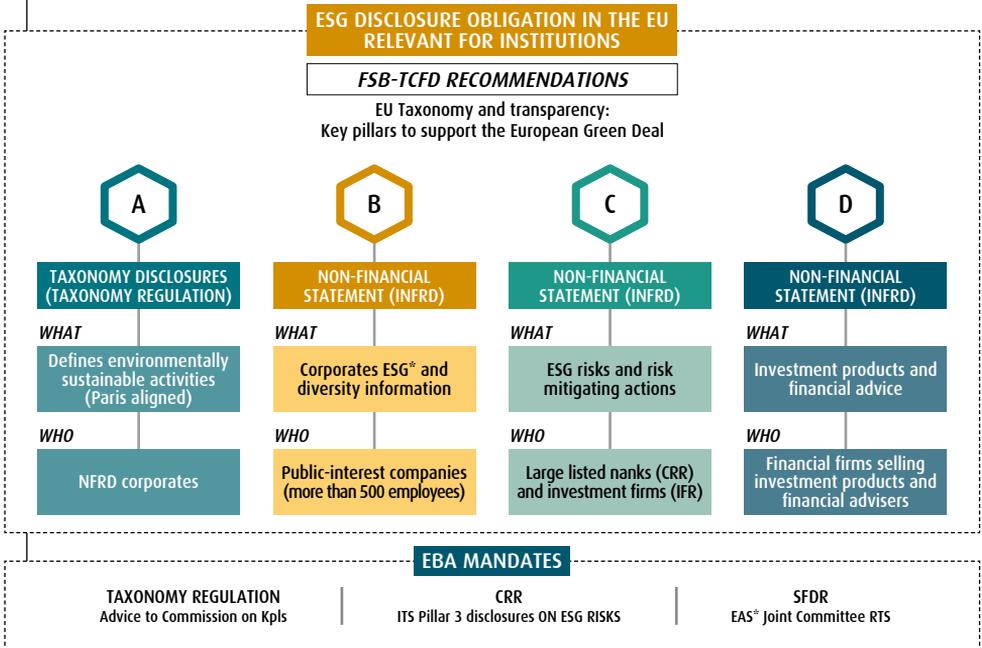
La tassonomia dell'UE considera sostenibili le attività che apportano un contributo sostanziale, anziché marginale, al raggiungimento degli obiettivi ambientali, fissa i criteri di "contributo sostanziale" e "non arrecare un danno significativo" sulla base del livello di ambizione degli obiettivi del Green Deal europeo, tra cui l'obiettivo di neutralità climatica dell'UE.

In questo contesto si iscrive altresì l'entrata in vigore, dallo scorso 10 marzo, del primo regolamento europeo (**Regolamento UE 2019/2088 SFRD**¹⁷⁰) adottato nell'ambito del Piano d'azione per la finanza sostenibile che mira a introdurre una definizione condivisa del termine "sostenibilità" per gli investimenti finanziari e a disporre una serie di obblighi di trasparenza nei confronti degli operatori che li gestiscono. L'obiettivo del Regolamento è ampliare e standardizzare le informazioni fornite agli investitori sui prodotti finanziari ESG, cioè quei prodotti di investimento che tengono conto degli aspetti di natura ambientale, sociale e di *governance*.

Nel 2015, più di 190 governi in tutto il mondo hanno aderito all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile, con l'obiettivo di promuovere ulteriori progressi su un'ampia gamma di obiettivi economici, sociali e ambientali interconnessi e trasversali. Tali obiettivi mirano a rafforzare la risposta globale alla povertà, alla minaccia del cambiamento climatico, all'accesso a una salute equa e universale, alla sicurezza alimentare, all'alimentazione, all'istruzione e a un lavoro dignitoso in società più pacifiche e inclusive. Il conseguimento di questi sustainable development goals ("SDG") richiede importanti trasformazioni sociali e dipenderà dalla mobilitazione di risorse finanziarie significative provenienti dal settore pubblico e privato. Sempre nel 2015, con la ratifica dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, i principali governi hanno delineato le basi per un futuro più sostenibile e affermato l'impegno a monitorare il contenimento dell'aumento medio della temperatura globale nel lungo termine (entro i due gradi centigradi rispetto ai livelli pre-industriali). La sostenibilità e la transizione verso un'economia circolare e a basso contenuto di carbonio sono visti dall'Unione Europea ("UE") come elementi fondamentali per garantire la competitività a lungo termine. La UE mira dunque a sviluppare una crescita economica più so-

¹⁷⁰ **Regolamento UE 2019/2088 SFRD**: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*

stenibile e a promuovere una maggiore trasparenza adottando una visione a lungo termine dell'economia. Ciò ha condotto nel 2019 all'approvazione del c.d. "Green Deal" o Patto Verde europeo, un insieme di iniziative politiche proposte dalla Commissione europea con l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica in Europa entro il 2050 grazie a normative più attente al clima, all'economia circolare, alla biodiversità e all'innovazione. Già nel 2014, peraltro, la Direttiva 2014/955 aveva introdotto per le grandi aziende l'obbligo di pubblicare una "dichiarazione non finanziaria" ("DNF") dedicata agli aspetti di sostenibilità, gestione del personale e parità di genere, lotta alla corruzione e rispetto dei diritti umani. Di seguito i pilastri a supporto del *Green Deal Europeo*, il **piano con il quale l'Europa punta a dare una direzione più sostenibile alla propria economia** come anticipato dalla presidente della Commissione Ursula Von Der Leyen, che sin dal suo primo discorso ufficiale ha posto l'obiettivo di rendere l'Europa "il primo continente a impatto climatico zero del mondo entro il 2050", con un taglio delle emissioni del 50-55%.



Fonte: EBA/Infographic ESG disclosures for financial institutions - marzo 2021

Riteniamo pertanto che anche nell'analisi degli UTP si debba tener conto di questi aspetti integrando l'analisi dei fattori ESG nell'ambito della valutazione del rischio degli stessi. Per effettuare questo cambiamento occorrerà che le attività di ogni banca vengano rappresentate in modo trasparente con una tassonomia e degli indicatori omogenei. L'introduzione dei fattori ESG nei processi produttivi delle banche e in particolare nel processo del credito, è una questione complessa sul piano dei dati necessari e dei criteri con cui elaborarli.

	WHAT TO DISCLOSE?	EXAMPLES OF DISCLOSURES
RISK DISCLOSURES	CLIMATE CHANGE TRANSITION RISK Information to sector or assets that may highly to climate change	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Exposures to fossil fuel companies excluded from sustainable climate benchmarks, and to other carbon-related sectors ▶ For real estate exposures, distribution of the exposures by energy performance of the collateral
	CLIMATE CHANGE PHYSICAL RISK Risk exposures subject to extreme weather events (sector/geography)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Assets subject to impact from chronic climate change events by sector and geography ▶ Assets subject to impact from acute climate change events by sector and geography
MITIGATING ACTIONS	Actions that support counterparties in the transition to a carbon neutral economy but that do not meet taxonomy criteria	▶ Building renovation loans that improve the energy efficiency of the building but do not meet the taxonomy screening criteria
	Actions that support counterparties in the adaptation to climate change but that do not meet taxonomy criteria	▶ Loans to build barriers against flooding, or water management mechanisms against draughts but do not meet the taxonomy screening criteria
GREEN ASSET RATIO	Information on exposures towards taxonomy-aligned activities consistent with Paris Agreement goals that contribute substantially to climate change mitigation (CCM) and adaptation (CCA), including information on transitional and enabling activities	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Contributing to CCM: Generation of renewable energy ▶ Enabling CCM: Manufacture of renewable energy technologies ▶ Contributing to CCA: Afforestation ▶ Enabling CCA: Engineering activities for adaptation to climate change
QUALITATIVE DISCLOSURES	Qualitative information on environmental, social and governance risks	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Governance arrangements ▶ Business and model strategy ▶ Risk management

Fonte: EBA/Infographic Summary ESG disclosures Pillar 3 - marzo 2021

Questo è ancor più vero per un investitore esterno costretto a osservare l'esposizione dei singoli istituti ai fattori ESG attraverso informazioni poco chiare e attendibili. È necessario che le caratteristiche degli UTP e, in generale, delle attività di ogni banca vengano rappresentate in modo trasparente con una tassonomia e degli indicatori omogenei.

I rischi ESG si manifestano in ultima istanza attraverso categorie di rischi già note – il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo – tuttavia è opportuna una maggiore consapevolezza della rilevanza globale di tali rischi sulla *performance* finanziaria delle istituzioni bancarie e della necessità di poterli individuare e analizzare in anticipo. Determinati scenari influenzano i rischi dell'intero sistema economico e finanziario (ad esempio, l'aumento di due gradi centigradi delle temperature nel medio periodo) diventa così possibile simulare l'impatto del rischio climatico in modalità prospettica.

L'identificazione dei fattori ESG riguarda:

1. i rischi legati ai cambiamenti climatici, alle emissioni di CO₂, all'inquinamento atmosferico, agli sprechi e alla deforestazione (componente "E");
2. gli aspetti sociali, quali le politiche di genere, i diritti umani, gli standards lavorativi e sindacali (componente "S");
3. la *governance*, ovvero le pratiche di governo societario (comprese le politiche di retribuzione dei *manager*), la composizione dei CDA (compresa la presenza di amministratori indipendenti e le politiche di diversità), le procedure di controllo, i comportamenti dei vertici aziendali (componente "G").

Il rischio ESG può essere considerato come un rischio autonomo (anche se declinato rispetto alle sue tre componenti) oppure come un'estensione dei rischi già noti nella pratica operativa, nel *framework* di vigilanza e in letteratura. I rischi ESG, possono insomma essere ricondotti a un sottoinsieme dei rischi tradizionali a cui la banca è soggetta sia direttamente sia indirettamente. In altri termini, se da un punto di vista definitorio i rischi ESG potrebbero essere trattati in modo a sé stante, da un punto di vista operativo spesso diventa difficile scorporarli dai rischi tradizionali – credito, mercato, liquidità e operativo. I rischi ESG sono trasversali a qualsiasi processo aziendale, tanto più a quello di governo dei rischi ^[171], e rientrano quindi come driver dei rischi rilevanti a partire dalla loro definizione e dalla loro collocazione all'interno del processo di mappatura dei rischi. Anche alla luce delle già citate linee guida ECB in tema di rischi climatici e ambientali e delle *best practices* di alcuni operatori del sistema, appare dun-

¹⁷¹ AIFIRM - *Position Paper 29* - ESG e rischio credito.

que più coerente considerare tali rischi come una estensione/declinazione dei rischi già noti e quantificabili; anche il discussion paper dell'EBA del 30 ottobre 2020 sembra andare in questa direzione.

La comprensione dei temi ESG e della loro rilevanza per la finanza sostenibile è stata agevolata da molteplici iniziative: la redazione di una tassonomia relativa ai rischi ESG da parte dell'Unione Europea, la pubblicazione dei principi per un sistema bancario responsabile (“*principles for responsible banking*”, “PRB”) nel settembre 2019 per iniziativa dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, l'attività svolta dalla “*task force sull'informativa finanziaria relativa al clima*” (“*task force on climate financial disclosure*”, “TCFD”) costituita nel 2015 dal *Financial Stability Board* (FSB), su richiesta dei Ministri dell'economia e dei governatori delle banche centrali del G20, per sollecitare il settore finanziario a tenere conto delle questioni legate al clima.

Diversi organismi – ad esempio la *Global Reporting Initiative* (GRI), il *Sustainability Accounting Standard Board* (SASB) – nonché le agenzie di *rating* del credito hanno contribuito ad agevolare la comprensione dei fattori e dei temi chiave nell'ambito di ciascuno dei tre pilastri ESG.

7.2 LA RILEVANZA DEI RISCHI CLIMATICI NELL'AMBITO DEGLI ESG

I rischi di tipo ambientale, e in particolare quelli associati al cambiamento climatico, sono oggetto di una maggiore standardizzazione nella definizione delle loro componenti principali. Oltre alle linee-guida ricordate e ad altre iniziative internazionali – come il *Network for Greening the Financial System* (NGFS), una rete istituita nel 2017 con lo scopo di contribuire a rafforzare la risposta globale necessaria per raggiungere gli obiettivi dell'Accordo di Parigi – hanno favorito un maggiore coordinamento nella definizione e comprensione dei rischi legati al clima. In particolare, l'NGFS ha proposto una tabella di classificazione che descrive a diversi livelli di dettaglio, i rischi di transizione e i rischi fisici –. I rischi ambientali vanno intesi come rischi finanziari generati dalle esposizioni di una banca verso controparti che possono contribuire o essere influenzate da forme di degrado ambientale (come l'inquinamento atmosferico, l'inquinamento idrico, la scarsità di acqua dolce, la contaminazione del suolo, la perdita di biodiversità e la deforestazione.

I rischi legati al clima sono i rischi finanziari generati dalle esposizioni di una banca verso controparti che possono contribuire o essere influenzate dai cambiamenti climatici. Si pensi ai danni per le imprese o i privati causati da eventi meteorologici estremi o al possibile calo del valore patrimoniale delle imprese nei settori ad alta intensità di carbonio. L'EBA sottolinea come i rischi ambientali includano quelli climatici, e infatti definisce i primi come rischi derivanti dall'esposizione delle banche alle controparti che possono essere potenzialmente influenzate da fattori ambientali, compresi i fattori derivanti dal cambiamento climatico e i fattori derivanti da altre forme di degrado ambientale.

Nelle Linee Guida della BCE pubblicate nel novembre 2020, si specifica che i due rischi possono essere strettamente interrelati: il cambiamento climatico porta anche al degrado ambientale, poiché si prevede che un aumento delle temperature di soli 1,5 gradi centigradi avrà un impatto significativo sulla biodiversità e sugli ecosistemi della terraferma e del mare.

Emerge come i rischi ambientali possano manifestarsi in tre modi, in relazione al canale di trasmissione:

- **Rischi fisici:** sono i danni causati da eventi meteorologici estremi come tempeste o inondazioni; altri esempi sono le interruzioni nelle catene di approvvigionamento, prezzi più alti a causa di carenze dovute alla siccità o minore produttività del lavoro in caso di gravi ondate di calore. Questi eventi stanno già colpendo le nostre economie;
- **Rischi da Transizione** verso un'economia a basse emissioni di carbonio ha conseguenze economiche e sociali: gli investimenti in tecnologie a basse emissioni di carbonio, combinati con un'eventuale tassa sul carbonio, ridurranno i margini di guadagno di alcuni settori con la conseguenza che alcune attività inquinanti dovranno essere abbandonate;
- **Liability risk** viene definito come il rischio derivante dalle richieste di risarcimento di persone o imprese (sostanzialmente a carico delle assicurazioni) per le perdite eventualmente subite a causa di fattori ESG (EBA, 2020) quando le controparti delle banche sono tenute a rispondere dell'impatto negativo delle loro attività sull'ambiente e la società. I rischi fisici e di transizione, oltre al loro impatto diretto in termini di riduzione del valore delle attività materiali e immateriali (rischio di mercato, rischio tecnologico e rischio reputazionale), si

tradurranno in ultima analisi in costi più elevati e minori ricavi, o ridurranno i flussi di cassa dei segmenti Corporate, Piccole Medie Imprese (PMI) e *Retail*. Flussi di cassa più bassi e valori patrimoniali più bassi, e più volatili, sono fattori determinanti nella valutazione della solidità finanziaria e quindi della capacità di rimborsare i debiti, con ovvie implicazioni sull'affidabilità creditizia.

ESEMPI DI FATTORI DI RISCHIO DI FATTORI CLIMATICI E AMBIENTALI				
RISCHI INTERESSATI	FISICI		DI TRANSIZIONE	
	CLIMATICI	AMBIENTALI	CLIMATICI	AMBIENTALI
	<ul style="list-style-type: none"> • Eventi metereologici estremi • Condizioni metereologiche croniche 	<ul style="list-style-type: none"> • Stress idrico • Scarsità di risorse • Perdita di biodiversità • Inquinamento • Altro 	<ul style="list-style-type: none"> • Politiche e regolamentazione • Tecnologia • Fiducia dei mercati 	<ul style="list-style-type: none"> • Politiche e regolamentazione • Tecnologia • Fiducia dei mercati
RISCHI DI CREDITO	Le stime delle probabilità di <i>default</i> (PD) e della perdita in caso di <i>default</i> (<i>Loss Given Default</i> (LGD)) delle esposizioni verso settori o aree geografiche vulnerabili ai rischi fisici possono risentire, ad esempio, delle minori valutazioni delle garanzie reali nei portafogli immobiliari per effetto di un rischio di inondazioni più elevato.		Gli <i>standard</i> di efficienza energetica potrebbero determinare notevoli costi di adeguamento e minore redditività, con la possibile conseguenza di una maggiore PD e della riduzione dei valori delle garanzie reali.	
RISCHI DI MERCATO	Gravi eventi fisici che potrebbero determinare variazioni delle aspettative dei mercati e tradursi in un'improvvisa rivalutazione del rischio, maggiori volatilità e perdite per i valori delle attività in alcuni mercati.		I fattori di rischio di transizione potrebbero generare l'improvvisa ridefinizione del prezzo di titoli e derivati, ad esempio per i prodotti connessi ai settori interessati da attività non recuperabili.	
RISCHI OPERATIVI	L'operatività della banca potrebbe subire interruzioni a causa di danni materiali a immobili, filiali e centri di elaborazione dati a seguito di eventi metereologici estremi.		L'evoluzione della sensibilità dei consumatori riguardo ai temi climatici reputazionali e di responsabilità legale per la banca a causa di scandali provocati dal finanziamento di attività controverse dal punto di vista ambientale.	
ALTRE TIPOLOGIE DI RISCHIO (liquidità, modello imprenditoriale)	L'impatto sul rischio di liquidità può concretizzarsi nel caso in cui la clientela ritiri fondi dai propri conti per finanziare la riparazione dei danni.		I fattori di rischio di transizione possono influire sulla sostenibilità economica di alcuni rami di attività e provocare un rischio strategico per determinati modelli imprenditoriali in mancanza della necessaria opera di adeguamento o diversificazione. L'improvvisa ridefinizione del prezzo dei titoli, causata ad esempio da attività non recuperabili, potrebbe ridurre il valore delle attività liquide di qualità elevata della banca, influendo negativamente sulle riserve di liquidità.	

Fonte: BCE/*Linee Guida sui rischi climatici e ambientali*- novembre 2020

7.3 I RISCHI SOCIALI E DI GOVERNANCE NELL'AMBITO DEGLI ESG

I rischi sociali sono più difficili da identificare, l'EBA li definisce come rischi posti dalle esposizioni di una banca verso controparti che possono essere influenzate negativamente dai fattori sociali. Il Piano d'azione della Commissione Europea (*"Financing Sustainable Growth"*) definisce fattori sociali le tematiche che riguardano questioni di disuguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e nelle comunità. In generale, questi fattori riguardano le relazioni con i lavoratori o le normative sul lavoro, i rapporti con i clienti, diritti umani e la povertà. Quindi, i fattori sociali sono legati ai diritti, al benessere e agli interessi delle persone e delle comunità che possono avere un impatto sulle attività delle controparti delle banche. Ad esempio, i diritti che dovrebbero essere garantiti a ciascun lavoratore (orario di lavoro, salario minimo, salute e sicurezza sul luogo di lavoro) rappresentano un fattore sociale importante che può avere un impatto sulle controparti delle banche. Tali fattori sociali sono sempre più considerati nelle strategie aziendali e nei quadri operativi delle imprese, delle banche delle loro controparti; essi sono oggetto di attenzione crescente anche da parte della vigilanza. Oltre ai rischi sociali derivanti dai rischi climatici e ambientali, un numero significativo di cambiamenti nelle politiche e del sentiment di mercato può essere collegato alla trasformazione sociale verso una società più inclusiva ed equa. Uno specifico filone di ricerca si occupa dell'effetto della CSR sui *rating* del credito. In tale contesto, DEVALLE *et al.* (2017)^[172] ritengono che i fattori CSR debbano essere considerati nella valutazione del merito creditizio dei mutuatari in quanto influenzano i flussi di cassa dei mutuatari così come la probabilità di insolvenza sul debito.

I Rischi di *governance*, come per i rischi sociali, non sono semplici da individuare, derivano dalle esposizioni di una banca verso controparti che possono essere influenzate negativamente da fattori di *governance* (definizione EBA, 2020). Gli effetti sui *rating* creditizi del governo societario e della responsabilità sociale delle imprese (CSR) sono oggetto di un'analisi empirica condotta da LIN *et al.* (2020)^[173] su imprese di Taiwan.

I risultati indicano che le imprese dotate di un buon governo societario ed impegnate in attività di CSR migliorano il proprio *rating* di credito. Inoltre, lo studio evidenzia che i benefici in termini di *rating* creditizi sono molto più evidenti per le grandi aziende che per le imprese familiari.

¹⁷² A. DEVALLE, S. FIANDRINO, V. CANTINO, *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*, in <>, 12 (2017), pp. 53-65.

¹⁷³ 62 C.M. LIN, C. C. SHENG CHEN, S. Y. YANG, W. R. WANG, *The Effects of Corporate Governance on Credit Ratings: The Role of Corporate Social Responsibility*, in <>, 56 (2020), pp. 1093-1112.

INDICE DEGLI AUTORI

ANGELINI P., *I crediti deteriorati: mercato regole e rafforzamento del sistema. "Atti del convegno NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori"*; 09-ott-18

ANNIBALETTI L., *Ruolo e compiti del consulente aziendale nella soluzione delle crisi aziendali reversibili. Vita e Pensiero*; 2014

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare. Giappichelli, Torino* 2015

BANCA D'ITALIA/CONSOB/IVASS, *Documento n. 8: Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-solutodi crediti unlikely to pay ("UTP") in cambio di quote di fondi di investimento*; 14/04/20

BANCA IFIS, *Market Watch NPL, Npl Meeting*; set-19

BASSAN, *Unlikely to pay regulation and management, the new challenges*, *Bancaria Editrice*; 2019

BECCALLI E., *I crediti deteriorati del settore bancario*, in *Bancaria, Iris PubblCat*; feb-19

BOTTINO A. - LOVERA L., *Le esposizioni finanziarie bancarie deteriorate*, *Giuffrè*; 2020

CAPRIGLIONE F., *Il Covid-19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Rivista di Diritto bancario*; 2021

CAPRIGLIONE F., *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Riv. trim. dir. Econ., suppl.* 2/2019; feb-19

CARRIERE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezza di disciplina*, in *Riv. dir. Banc.*, 2017. *Rivista di Diritto bancario*; 2017

CARRIERE, *I fondi comuni di ristrutturazione: tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Riv. delle Società*, 2016

CARRIERE - ALBAMONTE, *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, in www.bancaditalia.it; www.bancaditalia.it

CESARINI F., *Le conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive dei crediti deteriorati: alcune riflessioni*. *Bancaria Editrice*; 2019

CESARINI F., *Le conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive dei crediti deteriorati: alcune riflessioni*

CESARINI, F. - GOBBI, G., *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, *Il Mulino*; 2016

COSTI R., *Il mercato immobiliare*, *Giappichelli Editore*; 2020

DEL PRETE C., *I principi contabili internazionali: l'impatto dell'IFRS 9 sui sistemi di monitoraggio del rischio di insolvenza*, *Quaderno Odcec 71*; 2017

DEVALLE A., FIANDRINO S., CANTINO V., *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*; *Canadian Center of Science and Education*, dic-17

FERFOGLIA M., *Manuale pratico di banca*. *Aracne editrice*; mag-20

FERFOGLIA M. - SOLDI G., *Bilancio Bancario e IFRS 9*, *Paper AnalisiBanka*, apr-18

GALLO G., *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, in *Approfondimenti di Diritto bancario*; 04-lug-19

GINEVRA, SCETTINI, CONSOLI, SARDO, *La futura evoluzione degli Npl in Italia: una proposta per gli Utp a sostegno delle imprese*. *Bancaria Editrice*; 2019

GRASSANO G., *Come gestire razionalmente gli Npl delle banche italiane in maggior difficoltà. I casi di MPS, Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca*. *Cranec, Vita e Pensiero*; 2017

GUERRIERI, *Investimento in crediti e nuove cartolarizzazioni. Banca, borsa e titoli di credito*, 2017

KPMG, *I non performing Loans in Italia*; lug-18

LA TORRE M. - VENTO G. - CHIAPPINI H. - LIA G., *Cessione degli Npl e reazione dei mercati: c'è un vuoto a rendere?* *Bancaria Editrice*; mar-19

LEMMA V., *I fondi NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Riv. trim. econ., suppl.* 2/2019; feb-19

LIN C.M., SHENG CHEN C.C., YANG S.Y., WANG W. R., *The Effects of Corporate Governance on Credit Ratings: The Role of Corporate Social Responsibility*. *Routledge Taylor & Francis Group*; ott-18

- MAGGIOLINO M., *La disciplina giuridica dei crediti deteriorati nella prospettiva delle banche: profili critici*. Egea 2020
- MAGGIOLINO M., *La garanzia dello Stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, in *Rivista trimestrale diritto dell'economia*, suppl. 2/2019; feb-19
- MALINCONICO A. - PARENTE F., *Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*. Bancaria Editrice, mag-17
- MALVAGNA U. - SCIARRONE ALIBRANDI A., *L'onda lunga della pandemia e l'esigenza di una gestione "sociale" delle sofferenze bancarie*, in *Sistema produttivo post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*. Pacini Editore, 2021
- MESSINA P., *Unlikely To Pay, potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in *Rivista trimestrale di Diritto dell'economia*; feb-19
- MESSINA P., *Unlikely To Pay: potenzialità e difficoltà nelle operazioni di mercato*, in *Riv. tri.ec.*; feb-19
- PACCHI S., *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2019/1023*, in *Rivista di diritto Fallimentare*, 2019
- PANZANI L., *Conservazione dell'impresa, interesse pubblico e tutela dei creditori: considerazioni a margine della proposta di direttiva in tema di armonizzazione delle procedure di ristrutturazione*, in *www.ilcaso.it*, 11 settembre 2017; *www.ilcaso.it*; 11-set-17
- PARDOLESI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, commentario alla Legge 30 aprile 1999, n. 130*. Casa Editrice Giuffrè, 1999
- PILATI, *Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità*, *Intervento Al Convegno AIAF*; 09-nov-17
- PISANESCHI A., *La normativa creditizia sugli Unlikely To Pay e la Direttiva 2019 n. 1023 sulla ristrutturazione preventiva*, in *Crisi d'Impresa e Insolvenza*, 07-apr-20
- PWC, *Reshuffling the cards - The Italian NPL Market*, lug-21
- RESTI A., *Non performing Loans in the European Union. State of the Art and Possible Policy Tools*, in *Banca Impresa Società*, I, 2019
- ROSSANO, *La valutazione del merito creditizio nel decreto "liquidità": nota a margine di due ordinanze ex art. 700 c.p.c.*, in *Riv. Trim. econ.*, 2020
- SARTORI F., *"Diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)": linee dell'evoluzione normativa*, in *Riv. dir. Bancario*, 2018
- SARTORI F., *Sul "diritto alla gestione degli attivi problematici (Non performing Loans): linee dell'evoluzione normativa"* *Rivista di Diritto bancario*; 2018
- 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
- STANGHELLINI L., *La proposta di direttiva U.E. in materia di insolvenza*, in *Fallimento*; 2017
- TODD A. ZOHA, *A primer on the Chief Restructuring Officer (CRO)*. *Daily Dac* 2017

INDICE DELLE FONTI

- ABI, *Circolare n. 37 dell'11 agosto 1997*
- Agenzia delle Entrate, *Risoluzione 121/E del 13 dicembre 2011*
- Agenzia delle Entrate, *Risposta ad interpello n. 369 del 24.05.2021*
- Agenzia delle Entrate, *Risoluzione n. 20/E del 28 marzo 2013*
- Agenzia delle Entrate, *Risoluzione n. 139/E del 17 novembre 2004*
- Agenzia delle Entrate, *Circolare n. 8/E del 6 febbraio 2003*
- Agenzia delle Entrate, *Risposte ad interpello n. 77/E del 4 agosto 2010*
- Agenzia delle Entrate, *Risposte ad interpello n. 18/E del 30 gennaio 2019*
- Agenzia delle Entrate, *Risposte ad interpello n. 56/E del 15 febbraio 2019*
- Agenzia delle Entrate, *Risposte ad interpello n. 132/E del 2 marzo 2021*

Agenzia delle Entrate, Circolare n. 222/E del 5 dicembre 2003
Agenzia delle Entrate, Risoluzione n. 106/E del 2016
Agenzia delle Entrate, Risposta ad interpello n. 132 del 2 marzo 2021
Agenzia delle Entrate, Risposta ad interpello n. 304 del 28 aprile 2021
AIFIRM, Position Paper n. 23 "Implementare il Calendar Provisioning: regole e impatti", 07-ott-20
AIFIRM, Position Paper n. 17 "La nuova definizione di default"
Banca Centrale Europea, "Linee guida per le banche sui crediti deteriorati NPL", mar-17
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-mar-18
Banca Centrale Europea, Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE, ago-19
Banca Centrale Europea, Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE, ago-19
Banca d'Italia, Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione, 22-dic-05
Banca d'Italia, Circolari 154/1991 "Segnalazioni di vigilanza delle istituzioni creditizie e finanziarie", 26-ott-21
Banca d'Italia, Circolare 285/2013 "Disposizioni di vigilanza per le banche", 20-lug-20
Banca d'Italia, Circolare 286/2013 Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni prudenziali per i soggetti vigilat, 23-giu-21
Banca d'Italia, Circolare 272/2008 c.d. matrice dei conti, 30-lug-08
Banca d'Italia, Financial Stability Report, n. 1, mag-19
Banca d'Italia, Financial Stability Report, n.1, apr-20
Banca d'Italia, Circolare n. 272 del 30 luglio 2008, 14° aggiornamento 2021
Banca Ifis, Report "Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing", 2021
Commissione Europea, Regolamento Delegato n. 171, 2018
Commissione Europea, Regolamento (UE) 2016/2067, 22-nov-16
Commissione Europea, Regolamento di esecuzione (UE) 2015/227, 09-gen-15
Commissione Europea, Regolamento di esecuzione UE n. 680/2014, 16-apr-14
Commissione Tributaria Provinciale di Milano, Sentenza n. 6812 del 14 luglio 2014
Commissione Tributaria Provinciale di Verona, Sentenza n. 261 del 16 giugno 2014
Consiglio Nazionale del Notariato Prime note sul regime fiscale delle operazioni di cartolarizzazione nel Decreto Crescita 2019" (83-2019)
Corte di Cassazione, 1257/1988
Corte di Cassazione, 3797/ 1999
Corte di Cassazione, 17162/ 2002
Corte di Cassazione, 3008/1974
Corte di Cassazione, 3171/1976
Corte di Cassazione, 2812/1986
Corte di Cassazione, 2812/1986
Corte di Cassazione, 571/1968
Corte di Cassazione, 5786/1984
Corte di Cassazione, 1162/1966
Corte di Cassazione, 11/1943 n. 11
Corte di Cassazione, 7919/2004
Corte di Cassazione, 1510/2001
Corte di Cassazione, 10788/1999
Corte di Cassazione, 948/1961

Corte di Cassazione, 8168/1991
Corte di Cassazione, 6418/1986
Corte di Cassazione, 1312/2005
Corte di Cassazione, 3400/1979
Corte di Cassazione, 1257/1988
Corte di Cassazione, 3797/ 1999
Corte di Cassazione, n. 13162 del 16 maggio 2019
Corte di Cassazione, n. 10885 del 27 maggio 2015
Corte di Giustizia, Sentenza del 28 ottobre 2010, caso Axa - Denplan, Procedimento C-175/09
Corte di Giustizia, Sentenza del 5 giugno 1997, resa nella causa C-2/95 promossa dalla Sparekassernes Datacenter
Corte di Giustizia, Sentenza resa il 18 gennaio 2018 nella causa C-463/16
Decreto Ministeriale, D.M. 30/2015, 20-mar-15
European Banking Authority, Linee Guida sulla concessione e il monitoraggio dei prestiti, framework ESG
European Banking Authority, Linee guida sull'applicazione della definizione di default, 2016/2017
European Banking Authority, GL/2017/06, 20-set-17
European Banking Authority, Implementing Technical Standards (ITS), 07-nov-19
European Banking Authority, Orientamenti sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessione, 31-ott-18
European Banking Authority, Orientamenti EBA/GL/2016/07, 18-gen-17
European Banking Authority, Regolamento 585/2013, "requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento"
IASB, International Financial Reporting Standard (IFRS) 9 "Financial Instruments, 24-lug-14
Ministero, Risoluzione ministeriale n. 71 del 24 maggio 2000
OMI, Osservatorio Mercato Immobiliare
Parlamento Europeo/Consiglio Europeo, Direttiva 2011/61, AIFM- Alternative Investment Fund Managers, 08-giu-11
Parlamento Europeo/Consiglio Europeo, Regolamenti (UE) n. 575/2013 e (UE) 2019/876, 26-giu-13
Parlamento Europeo/Consiglio Europeo, Direttiva Europea 2014/95 detta anche "NFRD" ovvero Non Financial Reporting Directive, 22-ott-14
Parlamento Europeo/Consiglio Europeo, Regolamento UE 2017/2402 il c.d. "Regolamento Cartolarizzazioni, 12-dic-17
Parlamento Europeo/Consiglio Europeo, Regolamento 2019/630, Framework di Pillar 1, 17-apr-19
Parlamento Europeo/Consiglio Europeo, Regolamento (EU) 2020/873, 24-giu-20
Parlamento Europeo/Consiglio Europeo, Regolamento UE 2019/2088 SFRD "Sustainable finance disclosure regulation", 10-mar-21
Parlamento Italia, Decreto Cura Italia, convertito in Legge 24.4.2020 n. 27, 24-apr-20
Parlamento Italia, Decreto Liquidità, convertito in Legge 8/6/2020 n. 40, 08-giu-20
Parlamento Italia, Decreto Rilancio, convertito in Legge 17.7.2020 n 77, 17-lug-20
Parlamento Italia, Decreti Ristori, Ristori bis, Ristori ter e Ristori quater, convertiti in Legge 18/12/20, n. 176, 18-dic-20
Pretura di Roma, 04-nov-92
Tribunale di Genova, Sentenza del 22/02/2000
Tribunale di Genova, Sentenza del +20/08/1991
Tribunale di Milano, Sentenza del 28 maggio 1990
Tribunale di Napoli, Sentenza del 5647/1969
Tribunale di Verona, Sentenza del 04/05/1987

COMMISSIONE CRISI, RISTRUTTURAZIONE E RISANAMENTO D'IMPRESA:**Delegato del Consiglio:** Guido Beltrame**Presidente della Commissione:** Giovanni Nicola Rocca**Sottocommissioni, Coordinatori:**

Adeguati assetti organizzativi e strumenti di regolamentazione della crisi: Giuseppe **Acciario**; *Amministrazioni Straordinarie:* Gianluca **Brancadoro**; *Crisi Internazionali:* Giorgio **Corno**; *Procedure di Sovraindebitamento e Concordato Minore:* Francesca Monica **Cocco**; *Rapporti con gli investitori nel capitale di rischio e di credito:* Deborah **Setola**; *Trattamento dei tributi erariali e contributivi:* Antonio **Di Falco**; *UTP:* Paolo **Rinaldi**.

Advisory Board: Francesco **Perrini**, *Università Bocconi, Odcec Milano*; Igino **Beverini**, *Managing Director Banca Lazard*; Gianluca **Brancadoro**, *Università degli Studi di Teramo*; Roberto **Del Giudice**, *Università di Castellanza*; Giovanni **La Croce**, *Odcec Milano*; Fabio **Marelli**, *Università di Pavia*; Patrizia **Riva**, *Università del Piemonte Orientale*; Fabrizio **Vettosi**, *Amministratore Delegato VLS S.p.A.*

Vice Presidente della Commissione: Tiziana Anna Ghiotto**Segretario della Commissione:** Generoso Buonanno

Componenti: Agresti Vincenzo, Alari Giovanni, Aldeghi Antonio, Alesiani Natascia, Allodi Simone, Altieri Giuliano, Vincenzo, Amuleti Andrea, Annibaletti Luca, Ansaldo Maurizio, Antonini Marco, Arcuri Ignazio, Astorina Maria Rita, Auletta Alessandro, Antonio, Bacci Chiara Maria, Baldassarre Simona, Ballabio Alberto, Barosi Davide, Lorenzo, Bazzana Paolo Felice, Beretta Zanon Paolo, Bertino Sebastiana, Betti Giorgio, Bianco Carlo, Bissi Renato, Bizzozero Luca Marco, Bompieri Beatrice, Bonfatti Donatella, Beatrice, Bonifacio Vincenzo, Bordinò Valeria, Borghetti Lorella, Borghi Paolo Carlo, Bortoloso Paolo, Bottani Pietro, Brunamonti Micaela, Buscemi Salvatore, Cafarelli Alessandro, Caimi Gianluca, Campochiaro Angela Maria, Cannella Danilo, Capetti Giulia, Caravella Antonio, Carella Angelo, Carletti Anna Maria, Carnevali Anna, Carrano Giorgio, Cassaneti Vincenzo, Cataldi Alessandro, Caviglia Roberta, Cerbasi Lucy, Chiusani Andrea, Giovanni, Ciampi Mario, Cipriano Maria Rosaria, Cochetti Francesca, Colantoni Federico, Colla Stefano, Corrado Diego, Antonio, Corti Andrea, Costa Federico, Cozzolino Carmine, Cugnasca Giovanni, Matteo Andrea, Curadi Pio Carlo, D'Adamo Patrizia, Dal Moro Maddalena, D'Alessandro Francesca Maria, D'Amora Stefano, De Blasi Maria Ausilia, De Bono Enrico Pasquale, De Furia Silvia, De Girolami Corrado, De Marco Claudio, Degrassi Giacomo Antonio Maria, Del Torre Cristiano, Dell'Oca Renato, Deò Paolo, Desiderio Jacopo, Di Donato Pio, Di Falco Antonio, Di Gennaro Angela, Di Stefano Anna, Falconieri Giovanni, Farina Luigi, Fatone Patrizia, Fedeli Giuseppe, Ferrario Claudio, Filippi Laura, Fiordelisi Gabriella, Fiori Angelo, Firmani Annalisa, Foglia Francesco, Fondacaro Tiziana, Fornari Alberto, Fregoni Enrico, Nestore, Frisone Fabrizio, Fulginiti Rosanna, Galimi Jorma Eugenio, Galimi Pierpaolo, Giuseppe, Garbin Erol, Garofoli Fabrizio, Genova Francesco, Gentile Marco, Gerini Paolo, Giacomazzi Cecilia, Gilardoni Claudio Domenico, Giovanelli Paolo, Giraudò Carlo, Giuffrida Daniele, Goldoni Roberta, Gorgoglione Lorenzo, Grattagliano Michele, Grossini Paola Maria, Guidotti Luca, Haupt Alfredo, Intrigliolo Giovanni, Invernizzi Alma, Inzoli Stefano, Iofrida Carmela, Isola Riccardo Emanuele, La Rocca Patrizia, Lazzano Giuseppe, Lelli Stefano, Leone Marco, Lewis Edmond, Lombardi Maurizio, Leonardo, Lombardi Rosaria, Lupo Tatiana, Maestroni Davide, Magliana Antonio, Malgeri Alfredo, Mallardo Antonio, Manazza Rossella, Mantero Elena, Giuseppina Francesca, Manusardi Nicola, Francesco, Marchesi Stefano, Marchi Roberto, Marzianesi Roberto, Mariella Alfonso, Marrazza Marino, Martinella Marco, Martiniello Domenico, Marzani Giampaolo, Masciello Vincenzo, Mattolini Raffaele, Meranda Patrizia, Meroni Cesare Giuseppe, Minisini Ermenegildo, Minniti Gianluca, Mira Erik, Mirarchi Giovanni, Mistò Marco, Modugno Nicola, Montevecchi Mario, Morgana Luciano Giulio, Moscato Diego, Murri Sabrina, Napodano Giovanni, Nappi Alessandra, Negri Fioranna, Nicolini Enrico, Nicolini Francesco, Nociti Letizia Cristina, Notarnicola Rosangela, Nova Alessandro, Novarese Luca, Giovanni, Novelli Francesco, Occhinese Francesco, Oddi Claudia, Clementina, Oldani Massimo, Paese Roberto, Pagliughi Carlo, Panato Andrea Arrigo, Papa Cristina, Papa Franco Carlo, Parigi Roberto, Parisi Paola, Pastori Claudio, Pati Francesco Paolo, Paturzo Vincenzo, Pazzini Monica, Pellegrini Mario Matteo, PenNETTA Giuseppe, Perillo Luigi, Perrini Francesco, Pettinato Fabio, Pianca Diego, Piazzalunga Paolo Marco, Pirrone Chiara Maria Carmela, Piva Alberto Gabriele, Pizzamiglio Giuseppina, Polizzi Marco, Poppi Massimiliano, Postiglione Roberta, Potito Giovanni, Pricca Fabio, Pulito Paolo, Oronzo, Rai Camilla, Ranghino Antonio, Regolo Paolo, Ricchiuto Antonio, Risari Gisella, Rizzo Rossana, Rodanò Massimo, Roggiani Gussago Valentina, Rosati Andrea, Rovelli Giovanni, Rubino Marco, Sabatini Marco Giulio, Salamone Laura, Salina Fabio, Sansò Rita Isabella, Santoro Pietro, Sarnataro Carmine, Scapolo Paolo, Scarantino Silvia, Sciascia Franco Piero, Scotti Marco Simone, Sculco Carlotta Maria Cristina, Sergi Carlo, Setola Deborah, Sgariglia Luigi, Sica Angelo, Sottocornola Oscar, Spada Mariella, Spadacini Cesare, Spagnolo Luigi, Talone Massimo, Tamburrelli Andrea, Tancredi Francesco, Tarantino Luciano, Tene Hubert, Torelli Antonio, Torsello Renato, Tracanella Cristina, Tracanella Luca, Troiano Paolo, Tufo Alexander, Tumietto Daniele, Turchi Alessandro, Turturici Carlo, Vaccari Nicolò, Vailati Maria Silvia, Vallone Tiziana, Vasilotta Adele, Antonia, Vatalaro Andrea, Vigevani Federico, Vigna Taglianti Marco, Villa Andrea, Vitale Italo, Vitiello Antonio, Zanetti Giorgio, Zappa Alberto, Zola Irene Rita, Zonta Livia, Zumpano Stefano.

Osservatori esterni: Arlenghi Maria Maddalena, Ballanca Romina, Benvenuto Gianfranco, Bianchi Antonio, Borsani Carolina, Brambilla Simona, Brancadoro Gianluca, Buccheri Salvatore, Cafarelli Valeria, Cammarata Riccardo, Castello Massimiliano, Castrucci Massimo, Catalano Maria Cristina, Cesare Fabio, Ciambrone Roberto, Cocco Francesca Monica, Cochetti Manuela, Coco Addolorata Jessica, Corneo Mattia, Corno Giorgio, Corrado Alessandro Andrea, De Lorenzi Francesco, Debernardi Alberto, D'Orta Eleonora, Durante Gianpiero, Fischetti Gianclaudio, Garasci Giuseppina, Garbagnati Giovanni, Ghezzi Francesca, Gobbo Andrea, Lorenzo Giorgio, Manganati Stefania, Marta Andrea, Merli Stefano, Messina Filomena, Panelli Matteo, Pellegatta Alessandro, Picciau Alberto, Ponti Lorena, Radice Dario, Ricci Bruno, Rinaldi Paolo, Riva Patrizia Lucia Maria, Roncato Maria (elisabetta), Salvi Antonio, Senni Tommaso, Sgarlioto Elena, Signorelli Fabio, Soldi Giuliano, Sommariva Alessandro, Spinoso Laura, Terenghi Marco Alfonso, Terranova Francesco, Tondelli Paola, Tucci Massimo, Vetromile Ricciulli Massimo, Zingari Giampiero, Zingari Roberto,

DIRETTORE RESPONSABILE: Patrizia Riva**SEGRETERIA:** Elena Cattaneo, Via Pattari 6 • 20122 Milano, tel: 02 77731121 • segreteriapresidenza@odcec.mi.it

NUMERI PUBBLICATI

ANNO 2007

- 】 nr. 1 - L'amministrazione nelle Srl • SIMONE ALLODI
- 】 nr. 2 - Lo Statuto dei diritti del contribuente • ALESSANDRO TURCHI
- 】 nr. 3 - Finanziamento dei Soci • GIORGIO ZANETTI
- 】 nr. 4 - Le norme del codice di procedura civile applicabili al Processo Tributario • PAOLO BRECCIAROLI
- 】 nr. 5 - Bilancio e misurazione della performance delle organizzazioni non profit: principi e strumenti • MARCO GRUMO
- 】 nr. 6 - La normativa Antiriciclaggio. Profili normativi, obblighi ed adempimenti a carico dei dottori commercialisti • GIAN GAETANO BELLAVIA
- 】 nr. 7 - Limiti dell'informativa societaria e controllo dei bilanci infrannuali • ROBERTA PROVASI, DANIELE BERNARDI, CLAUDIO SOTTORIVA
- 】 nr. 8 - La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • ERNERSTO F. CARELLA
- 】 nr. 9 - L'introduzione dei Principi contabili internazionali e il coordinamento con le norme fiscali • MARIO DIFINO
- 】 nr. 10 - La *governance* delle società a partecipazione pubblica e il processo di esternalizzazione dei servizi pubblici locali • CIRO D'ARIES
- 】 nr. 11 - Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • AMBROGIO PICOLLI
- 】 nr. 12 - Il bilancio sociale nelle piccole e medie imprese • a cura di ADRIANO PROPERSI
- 】 nr. 13 - Le parti e la loro assistenza in giudizio • MARIACARLA GIORGETTI

ANNO 2008

- 】 nr. 14 - Il nuovo ordinamento professionale: guida alla lettura del d.lgs. n.139 del 28 giugno 2005 • a cura della [Commissione Albo, Tutela e Ordinamento oe 2005-2007](#)
- 】 nr. 15 - Carta Europea dei diritti del contribuente • a cura della [Commissione Normative Comunitarie 2005-2007](#)
- 】 nr. 16 - Elementi di Procedura civile applicati alle impugnazioni del Processo tributario • MARIACARLA GIORGETTI

】 nr. 17 - Il processo di quotazione delle PMI tra presente e futuro: il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento • CARLO ARLOTTA

】 nr. 18 - Controlled Foreign Companies Legislation: analisi comparata negli Stati comunitari • SEBASTIANO GARUFI

】 nr. 19 - Il codice di condotta EU: finalità e analisi comparativa a livello europeo • PAOLA SESANA

】 nr. 20 - Il dottore commercialista e la pianificazione e il controllo nella PMI • ALDO CAMAGNI, RICCARDO CODA, RICCARDO SCLAVI

】 nr. 21 - La nuova relazione di controllo contabile (art.2409-ter del Codice Civile) • DANIELE BERNARDI, GASPARE INSAUDO, MARIA LUISA MESIANO

ANNO 2009

】 nr. 22 - L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option? • Vito Marraffa

】 nr. 23 - Norme ed orientamenti rilevanti della Revisione Contabile • MARIA LUISA MESIANO, MARIO TAMBORINI

】 nr. 24 - Gli accordi giudiziali nella crisi d'impresa • CESARE ZAFARANA, MARIACARLA GIORGETTI, ALDO STESURI

】 nr. 25 - Il bilancio consolidato e le scritture di consolidamento • FRANCESCO GRASSO, PAOLO TERAZZI

】 nr. 26 - Conciliazione e mediazione: attualità legislative e profili operativi • ALDO STESURI

ANNO 2010

】 nr. 27 - La crisi d'impresa - L'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art.67, 3° comma, lettera d) L.F. • [Commissione Gestione Crisi d'Impresa e Procedure Concorsuali](#)

】 nr. 28 - Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) seconda edizione • AMBROGIO PICOLLI

】 nr. 29 - L'arbitrato - Analisi e commenti dalla recente prassi • [Commissione Arbitrato](#) - a cura di ALESSANDRO AUGUSTO

】 nr. 30 - Il bilancio di sostenibilità delle multiutilities: esperienze a confronto • [Commissione](#)

Bilancio Sociale - a cura di FRANCESCO RANDAZZO, CRISTIANA SCHENA, GABRIELE BADALOTTI, EROS A. TAVERNAR

】 nr. 31 - La riforma della revisione legale in Italia: una prima analisi del D.Lgs. 39 del 27 gennaio 2010 • **Commissione Controllo Societario** - Gruppo di lavoro: DANIELE BERNARDI, ANTONELLA BISESTILE, ALESSANDRO CARTURANI, ANNAMARIA CASASCO, GASPARE INSAUDO, LUCA MARIANI, GIORGIO MORETTINI, MARCO MORONI, GIANLUCA OFFICIO, MASSIMILIANO PERGAMI, ROBERTA PROVASI, MARCO RESCIGNO, CLAUDIO SOTTORIVA, MARIO TAMBORINI

】 nr. 32 - Obbligo P.E.C. - Opportunità e problematiche per gli studi professionali • **Commissione Informatica e Codice Civile A.A.** - Gruppo di lavoro: FABRIZIO BAUDO, DAVIDE CAMPOLUNGH, FILIPPO CARAVATI, ALBERTO DE GIORGI, GIANLUCA DE VECCHI, PIETRO LONGHI, DANIELE TUMIETTO

】 nr. 33 - Nuova tariffa professionale - Commento alle modifiche intervenute • MARIO TRACANELLA

ANNO 2011

】 nr. 34 - Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS • RICCARDO BAUER, CLAUDIA MEZZABOTTA

】 nr. 35 - Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia • **Commissione Finanza e Controllo di Gestione** - Gruppo di lavoro: CARLO ARLOTTA, FRANCO BERTOLETTI, ELISABETTA CODA NEGOZIO, CARLO PESARO, GIORGIO VENTURINI

】 nr. 36 - La mediazione civile - Novità normative e contesto operativo • Gruppo di studio **Commissione Mediazione e Conciliazione** - a cura di MARIA RITA ASTORINA e CLAUDIA MEZZABOTTA

】 nr. 37 - La mediazione civile - Le tecniche di gestione dei conflitti • Gruppo di studio **Commissione Mediazione e Conciliazione** - a cura di MARIA RITA ASTORINA e CLAUDIA MEZZABOTTA

】 nr. 38 - Caratteri e disciplina del concordato fallimentare • CARLO BIANCO, MARIACARLA GIORGETTI, PATRIZIA RIVA, ALDO STESURI, CESARE ZAFARANA

】 nr. 39 - Remunerare gli amministratori - Compensi incentivi e *governance* • GIANLUIGI BOFFELLI

ANNO 2012

】 nr. 40 - Scritti di Luigi Martino • **Comitato**

Editoriale - a cura di GIANBATTISTA STOPPANI e DARIO VELO

】 nr. 41 - Aspetti fiscali delle operazioni straordinarie per i soggetti IAS/IFRS • **Commissione Diritto Tributario Nazionale** - a cura di EMANUELA FUSA

】 nr. 42 - L'accertamento tecnico dell'usura per le aperture di credito in conto corrente • **Commissione Banche, Intermediari Finanziari e Assicurazioni** - a cura di MARCO CAPRA, ROBERTO CAPRA

】 nr. 43 - Il nuovo concordato preventivo a seguito della riforma • **Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali**

】 nr. 44 - Introduzione all'Istituto del Trust • **Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni**

】 nr. 45 - Ambiti di applicazione del Trust • **Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni**

ANNO 2013

】 nr. 46 - Arbitro Bancario Finanziario • **Commissione Metodi ADR**

】 nr. 47 - Il rischio di continuità aziendale nel bilancio IAS ed in quello OIC • **Commissione Principi Contabili** - a cura di GIROLAMO MATRANGA

】 nr. 48 - La mediazione civile nelle liti fra soci: profili giuridici ed efficacia negoziale • **Commissione Metodi ADR** - a cura di MARIA RITA ASTORINA, MARCELLA CARADONNA

】 nr. 49 - La fiscalità della produzione nelle fonti di energie rinnovabili • **Commissione Diritto Tributario Nazionale** - a cura di FEDERICA FIORANI

】 nr. 50 - Il modello GBS 2013: lo *standard* italiano per la redazione del Bilancio Sociale • **Commissione Bilancio Integrato** - a cura di CLAUDIO BADALOTTI, DARIO VELO, GABRIELE BADALOTTI

ANNO 2014

】 nr. 51 - I regolamenti applicativi del D.Lgs. 39/2010 sulla revisione legale dei conti emanati dal MEF • **Commissione Controllo Societario**

】 nr. 52 - La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • **Commissione Cassa Previdenza Dottori Commercialisti** - a cura di ERNESTO CARELLA

】 nr. 53 - Comunicare con Investitori e Finanziatori: il ruolo del Business Plan • **Commissione**

Finanza e Controllo di Gestione - a cura di FRANCESCO ALDO DE LUCA e ALESSANDRA TAMI

】 nr. 54 - La Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio e consolidati - Novità e riflessi sulla disciplina nazionale • **Commissione Principi Contabili** - a cura di TIZIANO SESANA

】 nr. 55 - Gli obblighi di sicurezza nei luoghi di lavoro • **Commissione Lavoro** - a cura di MONICA BERNARDI, BERNARDINA CALAFIORI, GABRIELE MOSCONE, PATRIZIA ROSSELLA STERZA, SERGIO VIANELLO

】 nr. 56 - Le Start-up innovative • **Commissioni Start-up, Microimprese e Settori Innovativi e Diritto Tributario Nazionale** - a cura di ANTONIO BINACCHI e ALESSANDRO GALLI

ANNO 2015

】 nr. 57 - Il Concordato preventivo: riflessioni teoriche • **Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali** - a cura di GIANNICOLA ROCCA

】 nr. 58 - Il Concordato preventivo: esperienze empiriche • **Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali** - a cura di GIANNICOLA ROCCA

】 nr. 59 - Il controllo della liquidità nelle strategie aziendali e nelle situazioni di crisi. Il contributo del business plan • **Commissione Finanza e Controllo di Gestione** - a cura di CARLO ARLOTTA, SALVATORE CARBONE, FRANCESCO ALDO DE LUCA, ALESSANDRA TAMI

】 nr. 60 - La collaborazione volontaria. I diversi perché di una scelta (quasi) obbligata • **Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni** - a cura di MARCO SALVATORE, PAOLO LUDOVICI, FABRIZIO VEDANA

】 nr. 61 - Relazione di revisione. Le novità al giudizio sul bilancio introdotte dagli ISA Italia • **Commissione Controllo Societario** - a cura di DANIELE BERNARDI, GASPARE INSAUDO, LUCA MANGANO SAN LIO, CLAUDIO MARIANI

】 nr. 62 - Accertamento sintetico, redditometro e "redditest" • **Commissione Diritto Tributario Nazionale** - a cura di ALESSANDRO CERATI

ANNO 2016

】 nr. 63 - Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • terza edizione • **Commissione Diritto Tributario**

Nazionale - a cura di AMBROGIO ANDREA PICOLLI

】 nr. 64 - Revisione della contabilità di condominio • Gruppo di lavoro della **Commissione Amministrazioni Immobiliari**

】 nr. 65 - Appunti per una cultura di parità • **Commissione Pari Opportunità** - a cura di GRAZIA TICOZZELLI

】 nr. 66 - Dematerializzazione documentale: temi per la consulenza. Prima parte. Conservazione digitale. Evoluzione del quadro normativo • **Commissione Informatica CCIAA e Registro Imprese di Milano** - a cura di PIETRO LUCA AGOSTINI, RUGGIERO DELVECCHIO, DAVIDE GRASSANO, GIUSEPPE MANTESE, FRANCESCO MILANO

】 nr. 67 - Dematerializzazione documentale: temi per la consulenza. Seconda parte. Fattura elettronica. Scenari • **Commissione Informatica CCIAA e Registro Imprese di Milano** - a cura di PIETRO LUCA AGOSTINI, FILIPPO CARAVATI, PAOLO A. CATTI, CLAUDIO RORATO

】 nr. 68 - Il welfare aziendale. Dalla teoria alla pratica • **Commissione Lavoro** - a cura di LORIS BERETTA, VITTORIO DE LUCA e SALVATORE VITIELLO

】 nr. 69 - Il bilancio integrato per le PMI • **Commissione Bilancio Integrato**

ANNO 2017

】 nr. 70 - La normativa antiriciclaggio per i professionisti - L'operatività del D.Lgs. 231/2007 e le indicazioni di matrice internazionale • **Commissione Antiriciclaggio** - a cura di BARBARA ARBINI, ANDREA BIGNAMI, ANTONIO FORTAREZZA

】 nr. 71 - Sistemi di allerta interna - Il monitoraggio continuativo del presupposto di continuità aziendale e la segnalazione tempestiva dello stato di crisi da parte degli organi di vigilanza e controllo societario - Guida in materia di sistemi di allerta preventiva • **Commissione Controllo Societario** - a cura di DANIELE BERNARDI, MASSIMO TALONE

】 nr. 72 - La gestione e il controllo della tesoreria e dei rischi finanziari nelle PMI • **Commissione Finanza e Controllo di Gestione** - a cura di RICCARDO CODA

】 nr. 73 - Appalto e rapporti di lavoro • **Commissione Lavoro** - a cura di BERNARDINA CALAFIORI, SERGIO VIANELLO

ANNO 2018

】 nr. 74 - Le amministrazioni straordinarie fra salvaguardia della continuità, tutela dei livelli occupazionali ed efficacia delle azioni di risanamento • **Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa** - a cura di GIANNICOLA ROCCA, DIEGO CORRADO

】 nr. 75 - Il Concordato con continuità aziendale • **Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa** - a cura di GIANNICOLA ROCCA e GIUSEPPE ACCIARO

】 nr. 76 - Smart Working: Le regole applicative • **Commissione Lavoro** - a cura di LORIS BERRETTA, BERNARDINA CALAFIORI, GIADA ROSSI, SERGIO VIANELLO

】 nr. 77 - Gli strumenti di finanziamento per le start-up e PMI • **Commissione Start-up, Microimprese e Settori Innovativi** - a cura CRISTINA ERMINERO, EZIO ESTE, RICCARDO RICCI

】 nr. 78 - L'Educazione Finanziaria per Consumatori, Risparmiatori, Imprese. Gli Strumenti di Pagamento - Gli Strumenti di Investimento - Gli Strumenti di finanziamento • **Commissione Finanza e Controllo di Gestione** - a cura di VANINA STAGNO PIANATANIDA

ANNO 2019

】 nr. 79 - Il nuovo trattamento dei crediti tributari e contributivi secondo il codice della crisi e dell'insolvenza • **Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa** - a cura di GIANNICOLA ROCCA, ANTONIO DI FALCO

】 nr. 80 - *Governance* e controlli interni nelle società non quotate alla luce del Codice della crisi di impresa • **Gruppo di lavoro trasversale delle Commissioni Governance delle Società Quotate, Controllo Societario e Revisione, Compliance e Modelli Organizzativi** - a cura di FRANCESCA NOVATI, ROSANNA VICARI

ANNO 2020

】 nr. 81 - La Liquidazione giudiziale • **Commissione Procedure Concorsuali** - a cura di ROBERTO MARCIANESI

ANNO 2021

】 nr. 82 - L'abrogazione delle tariffe professionali e le novità del D.M. 140/2012 - Parametri • **Commissione Liquidazione Parcelle** - a cura di ANGELO DI LEVA

】 nr. 83 - La Società Benefit • **Start Up Innovative, Microimprese e Settori Innovativi** - a cura di MARIA CONCETTA RIZZO

】 nr. 84 - Strategie e strumenti di risanamento nel codice della crisi e dell'insolvenza e nel diritto emergenziale • **Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento d'Impresa** - a cura di GIANNICOLA ROCCA

】 nr. 85 - Il Dottore Commercialista e le operazioni di riorganizzazione aziendale • **Commissione Finanza e Controllo di Gestione** - a cura di FRANCESCO SANTORI, RICCARDO SCLAVI, ALESSANDRA TAMI, LUCIANO TARANTINO, ALBERTO ZAPPONI.

】 nr. 86 - Gli Obiettivi dell'Agenda 2030 e la professione del dottore commercialista. La sfida della sostenibilità. *La consulenza alle imprese per una strategia di sostenibilità e per la comunicazione della sostenibilità* • **Commissione Bilancio Integrato e Sociale** - a cura di AUTORI VARI.

ANNO 2022

】 nr. 87 - I nuovi enti del Terzo Settore • **Commissione Enti Non Profit e Cooperative Sociali** - a cura di AUTORI VARI.

Dall'accostamento delle parole **Unlikely To Pay**, in italiano “*improbabile che paghi*”, deriva l'acronimo UTP con il quale si fa riferimento a crediti bancari che possono dar luogo a inadempienze probabili. Quando un credito viene classificato come UTP il debitore non è ancora stato dichiarato insolvente, ma chi ha concesso il finanziamento valuta che è probabile che lo stesso potrebbe incontrare qualche difficoltà nel rimborsare il finanziamento, poiché ha già dimostrato ritardi nell'onorare le scadenze. La massa di Utp che grava sui bilanci delle banche italiane ha assunto dimensioni significative e preoccupanti, infatti il totale delle esposizioni deteriorate, che comprende non soltanto gli UTP ma anche i **Non Performing Loans**, a fine 2021 ammontava in Italia a 345 miliardi di euro, di cui 90 miliardi ancora sui libri bancari e il resto ceduto agli operatori del settore. La gestione delle esposizioni rappresenta un problema per il sistema bancario e finanziario, ma anche un'opportunità per gli investitori e per i professionisti del settore.

L'esigenza di un modello di gestione risolutivo dei crediti UTP è un tema su cui è stata riposta molta attenzione a livello istituzionale tanto è vero che, IGNAZIO VISCO, Governatore della Banca d'Italia, ha dichiarato in più occasioni “*l'importanza di favorire quanto più possibile il rilancio delle imprese in difficoltà; in tal senso i benefici possono derivare dall'intervento di operatori specializzati nelle ristrutturazioni aziendali in grado di fornire nuova finanza e specifiche capacità imprenditoriali*”.

Partendo dal presupposto che il debitore in situazione di difficoltà temporanea, se opportunamente supportato, potrebbe ritornare *in bonis*, alla **Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa di Odcec Milano** va il merito non solo di aver compreso che la gestione e valorizzazione dei crediti classificati come *Unlikely To Pay* rappresenta già da adesso un tema con il quale devono confrontarsi tutti gli attori del sistema economico e produttivo, ma anche di aver coinvolto ai lavori della Commissione stessa, e nell'attività di redazione del presente *Quaderno*, alcuni fra i principali *players* del settore, per offrire ai propri iscritti, agli operatori del settore ed a tutti gli interessati, un autorevole approfondimento sul tema.