



Corso di laurea in Giurisprudenza

Cattedra di *Diritto delle crisi di impresa*

***I fondi di ristrutturazione come mezzo di risoluzione
per le imprese in crisi***

RELATORE

Chiar. Mo Prof. Vincenzo De Sensi

CORRELATORE

Chiar. Mo Prof. Nicola De Luca

CANDIDATO

Aurora Corsi

Matricola:158153

Anno Accademico 2022/2023

Indice

Indice	3
INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1.....	11
ORIGINE ED EVOLUZIONE STORICO-NORMATIVA DELLE CRISI DI IMPRESE	11
1. Evoluzione del diritto fallimentare nell'ordinamento italiano.	11
1.1 Il codice del commercio del 1865.	17
1.2 Regio Decreto n° 267/42 cd. Legge fallimentare	21
1.3 Anni di riforme: Commissione Trevisano 2005, 2012	27
1.4. Commissione Rordorf.....	30
1.5 Nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza-15/07/2022	32
1.6 Risvolti critici dell'entrata in vigore del codice della Crisi e Insolvenza	38
CAPITOLO 2.....	47
CRISI DIIMPRESA	47
2.1 Concetto di crisi	47
2.2.1 Declino	51
2.2.2 Le fasi della crisi.....	56
2.2.3. Tipologie di crisi	57
2.3 Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio	62
2.3.1 Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio che investono in crediti.....	65
2.4 Evoluzione, analisi tipologica e normativa dei fondi di ristrutturazione.....	67
2.4.1 Inquadramento normativo	74
2.4.2 Analisi dei due comparti: crediti ristrutturati e nuova finanza.....	79
2.4.3 La riserva di attività.....	91
2.4.4 La soggettività e l'autonomia patrimoniale	92
2.4.5 Il rapporto tra gestori e investitori	96
2.5 Differenza tra Fondi di Ristrutturazione e Cartolarizzazione dei crediti	98
2.5.1 Cessione indiretta dei crediti al fondo	99
2.5.2 Cessione diretta dei crediti al fondo	102
2.5.3 Vantaggi/svantaggi tra ipotesi di cessione indiretta e diretta	103
CAPITOLO 3.....	108
NON PERFORMING LOANS.....	108

3.1 Insorgenza e classificazione di credito deteriorato	108
3.1.1 L'evoluzione del contesto normativo	121
3.1.2 Gli Accordi di Basilea	127
3.1.3 Lo stato attuale e le prospettive degli NPL	133
3.1.4 Il sistema di garanzia statale sulla cartolarizzazione dei crediti in sofferenza	147
3.2 NPL e crisi di impresa	153
3.3 Cessione dei crediti e strategie di gestione	156
3.3.1 Gestione interna	158
3.3.2 Gestione esterna	161
3.4 Mercato dei <i>Non Performing Loans</i>	163
3.5 Cartolarizzazione dei crediti	164
3.6 Peculiarità della gestione collettiva dei crediti tramite i fondi di ristrutturazione	173
3.7 Aspetti comparati e di diritto europeo	179
3.7.1 Germania	181
3.7.2 Francia	182
3.7.3 Regno Unito	184
3.7.4. Stati Uniti d'America	186
CAPITOLO 4	189
FONDI DI NPL E UTP, UN'OPPORTUNITÀ DI MERCATO.	189
1 Fondi di ristrutturazione: riflessione e riscontri applicativi	189
2 <i>Case Study</i>	196
3 I fondi all'opera: Acque minerali d'Italia	200
4 Rilievi conclusivi	203
CONCLUSIONE	208
BIBLIOGRAFIA	214

INTRODUZIONE

Le imprese sono l'impulso vitale dell'economia, generatrici di occupazione, innovazione e crescita. Tuttavia, nell'arena dinamica degli affari, possono trovarsi ad affrontare periodi di crisi che minano la loro stessa sopravvivenza. In tali situazioni, diventa cruciale identificare strumenti e strategie efficaci per consentire alle imprese di superare le difficoltà finanziarie e ristabilire la loro solidità.

In questo contesto, i fondi di ristrutturazione emergono come un'opzione promettente per affrontare le sfide della crisi aziendale. Questi fondi, con la loro struttura dedicata e le risorse finanziarie adeguate, mirano a fornire un supporto tempestivo ed efficace alle imprese in difficoltà. Sono progettati per intervenire con azioni mirate al fine di stabilizzare l'impresa, ristrutturarne le attività e riportarla su una traiettoria di crescita sostenibile.

Nella presente ricerca, ci proponiamo di analizzare il ruolo e l'efficacia dei fondi di ristrutturazione come mezzo di risoluzione per le imprese in crisi.

Esamineremo attentamente le caratteristiche e le modalità operative di tali fondi, valutando i risultati ottenuti in termini di salvaguardia dell'occupazione, recupero economico e ripristino della fiducia degli investitori. Attraverso un'analisi approfondita di alcuni casi reali, si intende fornire una panoramica chiara e oggettiva sui benefici e le sfide associate all'implementazione dei fondi di ristrutturazione. Ciò consentirà di formulare raccomandazioni strategiche per migliorare l'efficacia di tali strumenti e massimizzare il loro impatto nel supportare la ripresa e la ristrutturazione delle imprese in crisi.

Questa ricerca rappresenta un'opportunità per comprendere meglio il ruolo dei fondi di ristrutturazione nel contesto attuale, offrendo spunti preziosi per *policy maker*, imprenditori e tutti coloro che sono coinvolti nella gestione delle crisi aziendali.

Nell'ottica di fornire all'elaborato una struttura omogenea, si ritiene opportuno inquadrare e ripercorrere la storia degli istituti previsti dalla legge come rimedi canonici alla crisi; in questo contesto, il primo capitolo si propone di esaminare l'evoluzione del

diritto fallimentare, focalizzandosi sul recente ingresso in vigore del Nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, approvato con il decreto legislativo 15/07/2022 n.83. Attraverso un approccio storico-giuridico, vengono esplorate le tappe principali che hanno delineato il panorama normativo nel corso dei decenni. Il percorso inizia con una panoramica del diritto fallimentare nell'antica Roma, si prosegue con un'analisi del codice del commercio del 1865, che segnò un punto di svolta nella disciplina delle procedure fallimentari in Italia. A seguire, si approfondisce il contributo del Regio Decreto n° 267/42, comunemente noto come Legge fallimentare, nel plasmare il quadro giuridico in materia di insolvenza.

Un ulteriore passo avanti si ebbe con le riforme introdotte dalla Commissione Trevisano nel 2005 e nel 2012, che miravano a migliorare il sistema di gestione delle crisi aziendali. In particolare, la 'Commissione Rordorf' rappresentò un momento di riflessione critica sull'efficacia del sistema esistente e sull'opportunità di ulteriori cambiamenti normativi.

L'introduzione del Nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza rappresenta un importante sviluppo nel contesto giuridico italiano. Tuttavia, sorgono interrogativi importanti riguardo alle sue implicazioni e ai suoi risultati pratici. Pertanto, questa tesi si pone l'obiettivo di indagare criticamente la portata e l'efficacia delle norme introdotte dal nuovo codice, esaminando le sfide e le opportunità che ne derivano. Giunti all'esito della nostra "storia" si analizzano, in breve, i risvolti critici e positivi dell'entrata in vigore di tale "rivoluzione copernicana".

Nel proseguo dell'elaborato il concetto di crisi verrà liberato dalla staticità della ricognizione storica per essere trattato da un punto di vista più dinamico.

Il secondo capitolo si dedica all'approfondimento delle dinamiche che possono condurre a situazioni di crisi aziendale, contribuendo ad una migliore comprensione degli scenari critici che le imprese possono affrontare. Offrendo un'analisi accurata sulle fasi, le cause e le tipologie di declino e conseguentemente di crisi, si indagano le dinamiche finanziarie e organizzative tipiche delle diverse tipologie di crisi aziendale. Tale parte prettamente descrittiva, è idonea a guidare la comprensione del lettore attraverso i meccanismi aziendali, per poi giungere al vero *focus* dell'elaborato: nel momento in cui l'impresa giunge ad un passo dallo stadio irreversibile di crisi, nel momento in cui non è

più idonea a ricevere dei finanziamenti da parte dell'ente creditizio, cosa succede? Dopo tutta la "rivoluzione copernicana" attuata, non residua un modo alternativo alla liquidazione del complesso aziendale?

Sono proprio queste le domande che fanno da *fil rouge* dell'intero elaborato; si cambia il *focus* dell'indagine, dalla staticità degli istituti racchiusi all'interno del codice della crisi, si passa ad assumere una visuale dinamica, cercando di scovare modelli alternativi in grado di smuovere e risollevare l'impresa dalla stasi.

Posto che il valore "supremo" da tutelare è la continuità dell'impresa, come può quest'ultima finanziarsi quando non è più la banca a concedere credito? Sono possibili dei meccanismi di finanziamento alternativo? Proprio per dare risposta a questa serie di interrogativi, l'analisi si concentra sul ruolo degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e si prova ad accendere un faro su un modello forse ancora un po' residuale dei fondi di ristrutturazione.

Proseguendo l'analisi dei mezzi di finanziamento alternativi alle imprese, un'importante sezione del capitolo è dedicata alla distinzione tra il Fondo di Ristrutturazione e la Cartolarizzazione dei crediti. Vengono, inoltre, esaminate le modalità di cessione dei crediti, sia attraverso la cessione indiretta che quella diretta al fondo, valutando attentamente i vantaggi e gli svantaggi che ciascuna opzione comporta. Ciò permetterà di gettare le basi necessarie per gli approfondimenti che verranno svolti nei capitoli successivi, con particolare attenzione al ruolo dei fondi di ristrutturazione come meccanismo idoneo a risollevare le sorti delle imprese in crisi.

Il terzo capitolo dettaglia l'oggetto di lavoro dei fondi di ristrutturazione. Volendo esaminare il fenomeno dei crediti deteriorati e la loro relazione con la crisi di impresa, si inizia analizzando l'insorgenza e la classificazione dei crediti deteriorati per poi esplorare l'evoluzione del contesto normativo che ne ha modellato l'approccio regolamentare. In particolare, si presta attenzione agli Accordi di Basilea, che rappresentano un importante quadro di riferimento per la gestione dei crediti deteriorati a livello internazionale.

Successivamente, si esamina lo stato attuale e le prospettive dei *Non Performing Loans* (NPL), focalizzandosi sulle implicazioni economiche e finanziarie connesse a tale fenomeno.

Il capitolo prosegue con lo studio dell'interazione tra i NPL e la crisi di impresa, mettendo in luce le strategie di gestione sia interne che esterne utilizzate per affrontare questa situazione.

Si prosegue nella trattazione con un breve *recap* normativo in merito alla cartolarizzazione dei crediti, per poi ampliare l'analisi e attuare varie comparazioni sull'utilizzo di tali fondi in altri paesi. Questo confronto internazionale permette di acquisire una prospettiva più ampia sulle diverse soluzioni adottate dai vari Paesi per affrontare il problema dei crediti deteriorati ed al contempo di valutare la situazione di crisi in un'ottica di mercato armonizzato e globalizzato.

Nell'ultimo capitolo della presente tesi, si effettua un tentativo di sintesi delle tematiche trattate, al fine di fornire una panoramica dei principali aspetti dei fondi di ristrutturazione analizzati.

Al fine di arricchire il lavoro e renderlo più interessante per il lettore, si è ritenuto opportuno concretizzare il modello teorico oggetto di approfondimento attraverso l'esame di un caso di studio specifico: l'azienda Acque Minerali d'Italia, una holding attiva nel settore del commercio di acqua minerale. La scelta di questo caso di studio è motivata dalla sua rilevanza per la trattazione poiché all'interno del processo di ristrutturazione dell'azienda sono intervenuti due fondi di ristrutturazione. Attraverso il loro coinvolgimento nella governance societaria e l'apporto di nuovo capitale, questi fondi hanno contribuito al rilancio dell'impresa e alla sua ripresa imprenditoriale. L'analisi dettagliata di questo caso offre una preziosa opportunità per comprendere concretamente come i fondi di ristrutturazione operino nella pratica e quali siano gli effetti delle loro azioni sulle imprese coinvolte. Il caso "Acque Minerali d'Italia" permette di evidenziare le strategie adottate dai fondi di ristrutturazione e il loro impatto sulle dinamiche aziendali, fornendo una prospettiva concreta e applicativa dei concetti teorici discussi nel corso della ricerca.

CAPITOLO 1

ORIGINE ED EVOLUZIONE STORICO-NORMATIVA DELLE CRISI DI IMPRESE

Sommario: 1 Evoluzione del diritto fallimentare nel diritto italiano – 1.1 Il Codice del Commercio del 1865 - 1.2 Regio Decreto n° 267/42 c.d. Legge fallimentare – 1.3 Anni di riforme: Commissione Trevisano 2005, 2012 – 1.4 Commissione Rordorf – 1.5 Nuovo Codice della Crisi e dell’Insolvenza- 15/07/2022 – 1.6 Risvolti critici dell’entrata in vigore del Codice della Crisi e Insolvenza.

1. Evoluzione del diritto fallimentare nell’ordinamento italiano.

I primi rudimenti di diritto fallimentare sono risalenti al diritto romano. La scelta avanzata da autorevoli autori è degna di condivisione in quanto, seppur presenti nell’esperienza occidentale e in altre civiltà¹ norme volte alla tutela del creditore nei confronti del debitore inadempiente, esse non sono state influenti nella creazione ed ispirazione degli istituti giuridici.

Iniziando la disamina dal mondo romano, un primo germoglio di quella che ora si suole definire regolazione delle imprese in crisi potrebbe essere contenuta nelle c.d. Dodici Tavole².

I mezzi di coercizione nei confronti del debitore inadempiente nell’antica Roma erano duplici: (i) *manus inectio* e (ii) *pignoris capio*.

¹Si vedano ad esempio le norme del c.d. codice di Hammurabi, re di Babilonia. Il codice è costituito da un corpus di leggi iscritto su una stele cilindrica. Alcune norme del codice si occupano dell’esecuzione promossa dal creditore, che è affidata all’iniziativa dello stesso creditore insoddisfatto. Egli ha diritto d’impadronirsi del debitore inadempiente e di renderlo servo. Il codice tutela la vita del debitore durante lo stato d’arresto presso il creditore, se il debitore muore per percosse o maltrattamenti, il creditore n’è responsabile e perde ogni ragione di credito. Infine, il Codice permette al debitore di vendere la moglie, il figlio, la figlia per pagare il debito scaduto, oppure di darli al creditore, che li tratterà presso di sé, finché il debito non sarà stato scontato con altrettanto lavoro. Per approfondimento cfr. O CAGNASSO M IRREA *Il nuovo diritto delle società* (coordinata da) G GELOSA 2013 numero 19.

²Le XII tavole erano un corpo di leggi compilato dai *decemviri legibus scribundis* che contenevano regole di diritto pubblico e privato.

Nella Tabula Tre³ si riporta la prima forma di procedura annoverabile, la c.d. *manus iniectio*⁴: nel caso in cui il credito risultasse da confessione del debitore o tramite sentenza, veniva accordato al creditore – decorso il lasso di tempo di 30 giorni – di prendere il debitore e portarlo innanzi al Pretore che procedeva al riconoscimento in capo al creditore del diritto di procedere. Qualora nessuno si fosse presentato ad effettuare il pagamento, il creditore avrebbe avuto diritto di uccidere il debitore.

La seconda procedura di coercizione è la c.d. *pignoris capio*⁵, che prevedeva il diritto del creditore di impossessarsi di un bene del debitore per soddisfare il proprio credito. Le procedure esecutive ammettevano anche una conclusione sanguinosa nel caso in cui le ragioni creditorie non fossero state soddisfatte. Una norma delle XXII Tavole dettava: “*Tertiis nundinis partis secanto, si plus minusve secuerunt, ne fraude esto*”⁶, che indica proprio l’epilogo della procedura esecutiva; il debitore, fatto prigioniero, condotto al mercato e non pagata la debenza, poteva essere giustiziato, tagliato a pezzi e le membra divise tra i diversi creditori.

Tali atrocità, poste quale pena dell’essere insolvente, fanno immediatamente emergere che nell’antica Roma non esisteva alcuna dissociazione soggettiva del vincolo

³Tabula III in caso di riconoscimento del debito in giudizio o di condanna pronunciata, vi saranno trenta giorni fissati dalla legge [per l’adempimento]. Dopo tale termine abbia luogo la cattura [del debitore]. Venga condotto avanti al magistrato. Se non adempie al giudicato o se nessuno da garanzia per lui avanti al magistrato, il creditore lo porti con sé e lo leghi con correggere o ceppi di quindici libbre; non più pesanti, ma se vuole di minor peso. Se il debitore lo vuole, viva a sue spese. Se non vive del suo, chi lo ha catturato gli dia una libbra di farro al giorno. Se vuole anche di più. Vi era però nel frattempo il diritto di trovare un accordo; se esso non si fosse trovato, i debitori sarebbero restati prigionieri per sessanta giorni. Durante questi giorni, veniva condotto per tre giorni di mercato consecutivi avanti al pretore nel comizio e veniva annunziato l’ammontare della somma che era stato condannato a pagare. Nel terzo giorno di mercato veniva giustiziato oppure mandato al di là del Tevere per essere venduto. Nel terzo giorno di mercato sia tagliato in parti. Se [i creditori] ne taglieranno più o meno del dovuto, non andrà a loro pregiudizio. Per approfondimento E MORI, *La legge delle XII Tavole* in <https://www.treccani.it/enciclopedia/dodici-tavole>.

⁴ Faceva parte delle 5 *legis actiones* (3 a carattere dichiarativo: (i) *sacramentum*, (ii) *iudicis postulatio*, (iii) *condictio* e 2 esecutive: (i) *manus iniectio*, (ii) *pignoris capio*). La *manus iniectio* era la procedura applicabile nel caso di inadempienza del debitore sancita da sentenza o atto equivalente, il creditore si poteva quindi rifare sulla persona che gli veniva assegnata tramite un provvedimento pretorio (*addictio*); qualora le ragioni creditorie fossero comunque non soddisfatte il debitore poteva essere messo a morte o venduto oltre il Tevere. Per approfondimento: C. Fucci *Il Ius – Il processo civile: le Legis Actiones* 2020 in <https://www.renovatioimperii.org/il-ius-il-processo-civile-le-legis-actiones>.

⁵ È la seconda procedura esecutiva, aveva oggetto i beni del debitore che venivano susseguentemente presi in pegno.

⁶ “*Nel terzo giorno di mercato sia tagliato in parti. Se [i creditori] ne taglieranno più o meno del dovuto, non andrà a loro pregiudizio*” Per approfondimento E MORI, *Op. cit.* in <https://www.treccani.it/enciclopedia/dodici-tavole>.

patrimoniale sussistente tra debitore e creditore. L'inadempienza, infatti, veniva ricondotta alla persona fisica del debitore che doveva pagare il suo debito e, nel caso di inadempimento, potevano essere inflitte pene quali sevizie, riduzione in schiavitù e – nei casi più gravi – il creditore poteva addirittura decretare per la morte del debitore.

Tali sevizie furono abolite solo nel 326 a.C. tramite la *lex Poetelia Papiria*⁷, prima testimonianza in favore della differenziazione tra il debitore e relativo debito. Venne sancito il principio in base al quale la garanzia per il mancato adempimento era oggettiva, ossia da ricercare esclusivamente nel patrimonio del debitore.

La suddetta disciplina introdusse inoltre una novità molto importante: la distinzione tra debitori incolpevoli e debitori in male fede. Per i primi si imponeva l'obbligo di soddisfare le pretese patrimoniali dei creditori mentre, per i secondi, si riteneva ancora applicabile l'esecuzione personale.

La *lex Papiria*, per le novità che apportava, nonostante venisse considerata di straordinaria importanza nella storia della *libertas* plebea, si calava tuttavia in una società non ancora matura a cancellare il marchio di infamia⁸ con cui veniva bollato il fallito.

Premesse le considerazioni di cui sopra, meritano un cenno gli istituti della *cessio bonorum* e della *distractio bonorum*⁹, che possono essere considerati precursori dell'attuale concordato preventivo.

Tramite i suddetti istituti si attuava una volontaria cessione del patrimonio debitorio al creditore, così da evitare di porre in capo al debitore il discredito che solitamente gli veniva attribuito.

⁷ La *lex Poetelia* introduce il nuovo principio, per cui, "*pecuniae creditae bona debitoris, non corpus obnoxium esse*", nelle obbligazioni *ex contractu* il debitore risponde con il proprio patrimonio, non con il proprio corpo. A questo preciso momento storico risale il concetto di obbligazione così come lo intendiamo ora. Per approfondimento E ALBERTARIO, *Petelia Legge* in https://www.treccani.it/enciclopedia/legge-petelia_%28Enciclopedia-Italiana%29.

⁸IL fallito veniva additato quale *infames* e dal suo stadio derivavano anche varie incapacità quali ad esempio: (i) perdita di diritti elettorali attivi e processuali (ii)incapacità di diritto pubblico.

⁹ Primo esempio di *distractio bonorum* fu disciplinato da un Senatoconsulto a favore di soggetti di rango senatoriale e nel tempo questo istituto è stato fortemente ampliato a scapito della *bonorum venditio* fino ad escluderla completamente. Per approfondimento V. ARANGIO-RUIZ, *Senatoconsulto* In https://www.treccani.it/enciclopedia/senatoconsulto_%28Enciclopedia-Italiana%29.

L'evoluzione storico-sociale ha portato sempre di più ad incrementare le forme, seppur rudimentali, di commercio cercando di dare maggior enfasi alle norme che regolavano scambi e insolvenza.

Ulteriore passo in avanti si ebbe nel VII a.C. con l'introduzione della *Lex Iulia de cessione bonorum*¹⁰: essa prevedeva un trattamento diversificato nei confronti del debitore in buona fede, statuendo che questi potesse offrire direttamente i propri beni al creditore, evitandosi così i rischi di esecuzione personale ed il marchio di infamia.

Dall'età medievale si è accentuata la necessità di creare un diritto fallimentare teso a regolamentare l'insolvenza del debitore nella sua nuova veste di mercante. Nel basso medioevo, con le riaperture degli sbocchi commerciali, si è assistito al tramonto di una società prettamente feudale e alla nascita di una nuova classe mercantile. Tale epoca si pone quale spartiacque tra feudalesimo ed età comunale.

Tra le genti che si sono svincolate dall'ottica passata troviamo i mercanti girovaghi che trafficavano nei nuovi sbocchi commerciali traendone lauti guadagni. Si andò così a segnare il passaggio da una società *curtense*¹¹ ad una prettamente urbana in cui protagonista del cambiamento fu il mercante.

La storiografia giuridica riconosce ruolo prioritario allo *ius proprium* nell'iter definitorio della disciplina fallimentare che trovò terreno fertile e dinamico negli statuti comunali e nelle corporazioni mercantili. Seppure il suo contributo sia stato importante alla creazione del diritto, non deve essere visto come un monolite dal quale proviene l'interezza della disciplina, poiché sarebbe altamente riduttivo non riconoscere i 'meriti', come sopra analizzato, anche a Roma, la quale deteneva un *corpus* di leggi volte già a disciplinare il commercio¹² ma mancante di indipendenza.

L'età medievale, *ex novo*, dovette determinare un proprio diritto fallimentare. Tale apparato necessitava di regole flessibili, volte a adattarsi ai mutevoli ambiti ai quali il mercante si affacciava; non poteva trattarsi di regole confinate ad un determinato luogo

¹⁰ La paternità della legge è discussa, parte della dottrina ritiene che questa sia parte di una legge *iudiciorum*, da altri viene considerata autonoma e di data incerta.

¹¹ sistema curtense è il sistema economico tipico dell'età feudale. Per approfondimento: Treccani in <https://www.treccani.it/enciclopedia/sistema-curtense>.

¹² La critica che si può muovere consiste nel fatto che tali norme non erano indipendenti in quanto contenute all'interno del Codice civile.

in quanto era necessaria la loro applicazione in tutte le città nelle quali si diffondeva il commercio.

Nell'infittirsi della rete di scambi, il ruolo del mercante divenne preponderante. Tali soggetti sapevano sfruttare il tempo e le nuove rotte commerciali a proprio favore, traendone lauti guadagni ma, come faccia della stessa medaglia, il commercio serbava molte insidie e responsabilità. L'ascesa di tale nuova classe mercantile ed al contempo lo stratificarsi di regole e prassi portarono alla nascita del c.d. *ius mercatorum*, volta alla regolamentazione dei rapporti che si creavano in seguito all'emersione di un qualsiasi rapporto, pubblico o privato, che aveva quale parte un mercante.

La locuzione di cui sopra va a definire quindi un nuovo modo di fare diritto in quanto non sottolinea o disciplina la sola attività svolta dai mercanti ma va a delineare la "potenza" di una casta. Al fine di preservarne la potenza, la normativa per i mercanti era molto più rigida rispetto a quella applicabile ai *cives*¹³ poiché – citando le parole del giurista Galgano – *“Il ius mercatorum esercita il più spietato rigore nei confronti del mercante quando questi cade in stato di insolvenza. La grave repressione penale di questa e le infamanti conseguenze personali del fallimento testimoniano fino a qual prezzo la classe mercantile volesse acquistare credito e godere della fiducia dei mercati.”* Le pene sancite erano: (i) iscrizione del fallito in appositi elenchi, (ii) bando¹⁴, (iii) ergastolo, (iv) pena di morte. Come emerge dalle parole dell'autorevole giurista, la 'procedura fallimentare', applicata nei casi di insolvenza del mercante, era altamente rigorosa e le ragioni di tale repressività e severità erano da ricercare nell'obiettivo che la legge si poneva: la riparazione del danno sociale recato da parte del mercante inadempiente.

¹³ I debitori civili divenuti insolventi sono trattati con maggiore indulgenza poiché ad essi si concedono tregue e moratorie di tre e cinque anni, o si accorda il beneficio della cessione dei beni [...].

¹⁴ Lattes riporta l'utilizzo del bando "de maleficio et fuga", la forma più grave di bando che permetteva anche l'offesa pubblica da parte di qualsiasi cittadino e vietava a tutti i cittadini di aiutare il bandito. Per approfondimento cfr. A. LATTES, *Il diritto commerciale nella legislazione statutaria delle città italiane*, Milano 1884, pag. 319.

Secondo altri autori "Come costui aveva contravvenuto ai canoni fondamentali del codice di comportamento tipico del mercante mediante la fuga, così l'ordinamento, prevedendo la sanzione del bando". Per approfondimento cfr. U. SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*, Torino 1998, pag. 77

Il debito non era di pertinenza del singolo mercante ma si era protesi verso una visione oggettiva del fenomeno, credendo che l'insolvenza del singolo fosse in grado, tramite una *vis expansiva*, di gettar discredito sull'intera casta.

Da tale situazione è derivata, negli statuti comunali e corporativi, un'estrema attenzione al fenomeno del dissesto finanziario. Furono elaborate norme volte a colpire la persona stessa del mercante fallito, attribuendogli il marchio di infamia, al fine di preservare l'affidabilità dei commerci e anche per tutelare e affermare il virtuosismo cetuale minato dall'insolvenza.

L'intera normativa era contenuta negli statuti comunali¹⁵ e in moltissimi statuti mercantili; data l'eccessiva durezza della pena a cui il mercante poteva essere sottoposto, spesso si manifestava l'esigenza di fuggire attribuendo, in via presuntiva, a tale atto il manifesto dell'insolvenza¹⁶.

Tali norme presentavano un chiaro requisito soggettivo, in quanto applicabili solo ai mercanti¹⁷ o banchieri. La dottrina risultava invece molto vaga in merito al requisito formale¹⁸.

A tale situazione di severità e repressione venne a contrapporsi, per la prima volta, una situazione diversa: a Venezia¹⁹, città dalla fiorente economia, iniziò a diffondersi nella popolazione un sentimento di benevolenza e pietà nei confronti del fallito. Cominciò a divulgarsi una concezione diversa di fallimento, iniziandosi a studiare e comprendere il legame congenito sussistente tra alea e commercio. Si arrivò alla consapevolezza che, maggiori erano gli scambi, maggiori potevano essere i rischi che si sarebbero potuti

¹⁵ Traccia più risalente è nella Repubblica di Venezia, ne reca traccia lo Statuto dei Giudici del Petizion dell'anno 1244, che dava l'incarico proprio a questa corte di curare la procedura fallimentare. Per approfondimento: cfr. A. LATTES, *Op. cit.*, pag. 312.

¹⁶ Si può intendere quale requisito idoneo a riconoscere il fallimento del mercante.

¹⁷ I *cives* che conducevano attività commerciale e non erano più in grado di onorare i propri debiti, non erano sottoposti alle norme contenute negli statuti, venivano assoggettati alle norme della dottrina romanistica. Per approfondimento: A. GUARINO, *Storia del diritto romano*, 1998, Milano, p. 34 e ss.

¹⁸ Parte della dottrina ritiene di conferire importanza al requisito formale che si sostanzia nell'iscrizione del mercante in una determinata corporazione; altra parte della dottrina, da considerare maggioritaria, non ritiene necessaria l'appartenenza del mercante ad una determinata corporazione ritenendo sufficiente il requisito sostanziale dell'essere mercante. Per approfondimento: cfr. M. NATALE, *Diritto dei mercanti*, 2012, Roma p.5.

¹⁹ Per approfondimento cfr. G. MORBIDELLI, *la cultura negli anni 30'* in Collana Fondazione Cesifin percorsi e prospettive, 2014 p.30 e ss.

presentare; di conseguenza si iniziò a vedere il fallimento come un evento ‘sfortunato’ e spiacevole. Comincia così ad intravedersi una prima anticipazione di quello che verrà attuato nel XVI secolo, ossia la distinzione tra insolvenza annoverabile come “*fortunae vitio*” e quella rilegabile a “*vitio suo*”.

Sintetizzando quanto sopra, emerge che la disciplina del fallimento è stata da sempre caratterizzata da una forte repressione punitiva nei confronti del debitore insolvente e di protezione per il creditore. Nell’epoca finora esaminata, la fattispecie fallimentare veniva vista alla stregua di una fattispecie criminosa, assimilata ad un reato identificabile inizialmente con il furto e, successivamente, alla figura di fallimento doloso ove l’insolvenza assurgeva a presupposto di punibilità.

L’ascesa della classe mercantile terminò con la fine del medioevo, perdendo potere un ceto capace di influenzare anche la classe politica. La causa di tale perdita di potere è da ricercare sia nella nascita degli Stati sia nella c.d. *Ordonnance de Commerce*²⁰, che spezzò il legame tra diritto commerciale e mercante, segnando la nascita di un diritto commerciale statale. Riassumendo nelle parole del giurista Galgano, “*la classe mercantile cessa di essere artefice del proprio diritto; il diritto commerciale subisce una duplice trasformazione: non è più diritto di classe, ma diritto dello Stato; non è più diritto universale, ma diritto nazionale*”²¹.

1.1 Il codice del commercio del 1865.

Con il passaggio dalle corporazioni allo stato moderno, si è assistito ad un accentramento di potere nelle mani del sovrano con contestuale accrescimento delle tutele mercantili. Espressioni del suddetto assunto sono da rinvenire sia nella pubblicazione della c.d. *ordonnance de commerce*²² (1673) che nella c.d. *ordonnance de la Marine* (1681) che, seppur non essendo riconoscibili quali codificazioni²³, hanno collaborato ad una prima base di consolidamento nel campo del diritto commerciale.

²⁰ Emanato da Luigi XVI nel 1673.

²¹ Per approfondimento cfr. F. GALGANO, *Lex mercatoria*, 2001, Milano p. 78.

²² Nel Titolo XI di essa, “*Des faillites et banqueroute*”, si disciplinava la materia in oggetto di trattazione. L’*ordonnance* era l’atto legislativo tipico utilizzato dalla monarchia francese fino alla Rivoluzione del 1789

²³ L’*ordonnance de commerce* non viene classificato come vero e proprio codice, fu redatto dai mercanti riutilizzando parte del materiale giuridico preesistente e non vale quale normativa avente carattere abrogativo della *lex mercatoria*. Per approfondimento cfr. F. GALGANO, *Op cit.* p.60.

Si dà, così, l'impulso per il fiorire del periodo delle codificazioni in cui il diritto commerciale muta veste, elevandosi a diritto statutale, spianando la strada verso il passaggio all'età moderna e rivestendo la politica economica tipica dell'età mercantile.

La normativa fallimentare è contenuta nel Titolo XI dell'*Ordonnance de commerce*. Essa segna un saldo *fil rouge* con la normativa odierna, incarnando la maggior parte delle caratteristiche della disciplina contemporanea, quali ad esempio: (i) l'esecuzione sulla totalità dei beni del debitore nell'interesse di tutti i creditori con la formazione di un patrimonio separato, (ii) l'azione revocatoria, (iii) la graduazione in classi dei creditori. L'*ordonnance* passa anche alla storia per aver introdotto la differenziazione concettuale tra fallito e bancarottiere, classificando quest'ultimo come colui che realizza attività quali distrazione di beni, simulazione inesistente di crediti.

Sicuramente lodevole per il suo impianto innovativo, l'*Ordonnance de Commerce* spiana la strada verso l'era delle codificazioni; in questo percorso, anno fondamentale per la storia del diritto commerciale sarà il 1808²⁴, con l'entrata in vigore sia in Francia e successivamente in Italia²⁵ del Codice del commercio (*Code de Commerce*).

La disciplina dell'*Ordonnance* venne successivamente mutuata in varie codificazioni, dal Codice Albertino del 1842 al codice di commercio del 1865²⁶.

²⁴ La ratio della promulgazione è nell'emergenza nelle facili decozioni che spinsero Napoleone a immettere un importante nuovo tassello nella disciplina. La struttura è quadripartita, il terzo libro è il *Code de la commerce*, esso introduceva una disciplina fortemente pubblicistica e legiferava il fallimento e la bancarotta. Per approfondimento cfr. F. GALGANO, *Op cit.* p.60.

²⁵ Benché l'entrata in vigore di tale codice fu criticata in quanto fagocitava le autonome elaborazioni nazionali a favore di un'opera unitaria comune ai paesi sotto occupazione francese, si riportano anche vari elogi, tra i quali quello di presidente del tribunale di commercio di Ferrara "le buone leggi e la protezione dei Governi sono i cardini sui quali posa il commercio delle nazioni. La mercatura non può perciò non riconoscere il primo fondamento della sua fortuna in questo sacro deposito di leggi, in cui refusi con profonda sapienza e precisione i principi di ragione mercantile, [...]"

Per approfondimento: cfr. L. MASSARI *Discorso per l'istallazione in Ferrara del Tribunale del Commercio e per l'inaugurazione del Codice Mercantile*, Padova.

²⁶ Affermare che il codice del commercio fu una semplice trasposizione delle norme già presenti nello statuto albertino appare del tutto riduttivo in quanto come emerge anche nella relazione del guardasigilli Vocca in cui afferma che non fu sua intenzione redigere da capo un nuovo codice. Per approfondimento: Cfr. A. SCIUMÈ, *Ricerche sul fallimento nel diritto moderno*, Milano, 1985, p. 70 ss.

Seppur con l'introduzione di nuovi elementi, il sistema delineatosi dal codice del 1808²⁷ – archetipo per tutta la produzione codicistica ottocentesca – rimase lo zoccolo duro nel nuovo impianto. Continuava infatti ad essere presente il carattere egualitario come pilastro di un ordinamento che non voleva mostrarsi come il codice del ceto dei mercanti ma come codice volto a disciplinare oggettivamente i rapporti commerciali; viene così a spostarsi l'attenzione dal soggetto, il mercante, all'oggetto, il commercio, visto nella sua matrice più oggettiva.

Tuttavia, l'applicazione delle norme del codice aveva, ancora, quale requisito soggettivo il possesso dello *status* di commerciante²⁸, tant'è che nell'articolo 543 veniva statuiva che “*il commerciante che cessa di fare i suoi pagamenti è in stato di fallimento*”.

Degno discendente dello Statuto Albertino, il codice ne riprendeva alcuni orientamenti quali, ad esempio, la totale non curanza verso la cessione dei beni ed il concordato stragiudiziale; d'altra parte, ponendosi in linea di continuità con i dettami sanciti dal modello francese del 1838, la stipula di un concordato giudiziale diveniva il fine ultimo della stessa procedura²⁹.

Sebbene di impianto più liberale, in tale codice si ritrovano comunque norme di carattere più rigoroso quali, ad esempio, la presenza di ingerenza statale nella costituzione delle società di capitale; chiaro segno di voler mantenervi un controllo politico e statale.

Nonostante il Codice del 1865 sembrasse quasi favorevole all'introduzione di soluzioni concordate alternative alla mera liquidazione, il Codice del 1882 e le successive

²⁷ Il c.d. *code de commerce* ha rivestito nella storia un'importanza sistemica in quanto fu esempio di prima separazione nella regolamentazione tra il codice del commercio volto così a regolare solo i rapporti commerciale e il Codice civile. La struttura era quadripartita e per quanto riguarda il fallimento in particolare, il Codice riprese e incorporò la disciplina presente nell'*Ordonnance* con, però, alcune differenze. Per approfondimento cfr. GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale* (tr. it.), Torino, 1913, p. 100 e ss.

²⁸ La differenza di trattamento secondo Bosari era conseguenza inevitabile del differente giro di affari a cui erano partecipi i commercianti, “*la professione del commerciante, aprendo la via dei subiti guadagni, non impone doveri diversi rispetto a quelli di qualsiasi altro cittadino che assume delle obbligazioni, ma lo espone a più gravi conseguenze se non le adempie.*”. Per approfondimento: cfr L. BORSARI, *codice di commercio del regno di Italia con annotazioni di parte II*, Torino, 1868.

²⁹ Nell'articolo 615 si riporta l'obbligatorietà di esperire un tentativo di concordato entro 3 giorni dal giuramento dei creditori “*nei tre giorni successivi ai termini fissati per il giuramento [...] il giudice delegato fa convocare dal cancelliere i creditori, [...] per deliberare sulla formazione del concordato.*”

leggi non seguirono questa impostazione. Il Codice di commercio del 1882³⁰ applica la normativa fallimentare ai soli commercianti, con struttura quadripartita nelle seguenti rubriche: (i) *Del commercio in generale*, (ii) *Del commercio marittimo e della navigazione*, (iii) *Del fallimento*, (iv) *Dell'esercizio delle azioni commerciali e della loro durata*.

Presupposto del fallimento, ormai stratificatosi e consolidatosi nell'evoluzione normativa, era la cessazione dei pagamenti, vista come fatto certo, generale e permanente e non percepito solo come induttivo e probabile.

Tra le principali innovazioni introdotte dal Codice, invece, troviamo la figura del curatore fallimentare singolo e non più creditore, ritenuta più imparziale nella gestione dell'attivo. Un'altra novità importante fu l'introduzione dell'indipendenza dell'azione penale per bancarotta dal procedimento fallimentare, diminuendo gli spazi di manovra del fallito in favore dell'azione giudice.

In questa nuova versione si eliminarono tutti gli elementi caratterizzanti l'antica concezione della materia fallimentare. In questo senso, venne concessa al debitore onesto la possibilità di pervenire ad un accordo con i suoi creditori tramite l'introduzione della L. n. 197 del 21 maggio 1903 in materia di concordato preventivo e procedura dei piccoli fallimenti. Veniva permesso al debitore ritenuto meritevole di proporre una soluzione della crisi approvata dalla maggioranza dei creditori e vincolante per tutti, ove al tribunale spettava il compito dell'omologazione o meno del concordato a prescindere dalla sua approvazione creditoria. Come per il Codice francese, si può affermare che l'obiettivo principale di queste disposizioni fosse la tutela degli interessi dei creditori.

³⁰ Nella fase preparatoria alla stesura del codice, anche detto codice Mancini, il primo problema fu quello di decidere se optare per l'impianto tipico francese e quindi restringere l'applicazione soggettiva delle norme ai soli commercianti ovvero se prediligere l'impostazione germanica con conseguente estensione delle norme a tutti i soggetti. All'esito del dibattito si protese verso l'impostazione. Fervidi sostenitore di mantenere il diritto fallimentare come un diritto di classe furono Zanardelli Mancini e Pasquali "*rendere la procedura dei fallimenti ben più rigorosa, per impedire che da oggi il poi il fallimento possa essere preso a giuoco da debitori di malafede*". Altra parte della dottrina, avente come esponenti Vivanti e Videri furono portatori, per anni, di ideali unificatori. Volevano abolire la concezione di diritto di classe e auspicavano "*esecuzione collettiva essenzialmente uniforme per ogni specie di cittadini, [...] sempre più organicamente omogenea nell'attività economica e nel diritto*". Per approfondimento: Cfr F. MAZZARELLA, *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, (a cura di) F. di MARZIO, F. MARINO in *Il diritto della banca e della borsa, studi e dibattiti*, 49, Torino, 2010, p 174 e ss.

Volgendo lo sguardo al di fuori dei confini nazionali, si osserva che il cammino della legge fallimentare non si è mantenuto uniforme nel panorama europeo: infatti, mentre gli altri ordinamenti andranno diretti verso una natura più privatistica della crisi – con diminuzione delle sanzioni e favoreggiamento delle soluzioni negoziate – il diritto concorsuale italiano si muoverà in senso opposto, orientandosi ad una sempre maggiore condanna dell’insolvenza e ad un’impronta notevolmente pubblicistica dei procedimenti concorsuali, che raggiungerà il proprio apice con il R.D. n. 267 del 1942.

1.2 Regio Decreto n° 267/42 cd. Legge fallimentare

L’evoluzione del nostro paese in termini economici, finanziari e sociali rese – dopo pochi decenni – pressante l’esigenza di una revisione organica della disciplina fallimentare.

Attraverso la promulgazione del R.D. 16 marzo 1942, n. 267³¹ viene segnata un’importante svolta nel panorama del fallimento e delle procedure concorsuali. Seppure con un’aria di novità, la materia fallimentare – nata nel medioevo e trasmigrata in Europa dai mercanti – continuava ancora a permeare con i suoi principi le legislazioni del momento³². Al contrario dei suoi predecessori, l’impianto legislativo costituito nel 42 è rimasto in piedi per oltre sessanta anni, un lasso temporale statisticamente ampio per una disciplina mutevole in quanto legata alla regolamentazione del concetto di impresa. La legge del 42 ha collaborato a dare una visione unitaria alla disciplina della crisi economica, riunendo nel decreto le procedure del fallimento, concordato preventivo, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione controllata³³.

³¹ Poco prima della grande codificazione del 42, il progetto elaborato dalla commissione Asquini e pubblicato nel 1940, diviso in sei libri, di cui il sesto dedicato alle procedure concorsuali. Per approfondimento: Cfr. A. PADOA SCHIOPPA, *Dal Code Napoléon al Codice civile del 1942*, in Rivista di diritto civile, 1993, I, 531 ss.

³² “L’istituto del fallimento sorto nelle legislazioni statutarie italiane, e da queste esposto con ampiezza e precisione, si diffuse rapidamente in tutta Europa, per effetto dell’influenza del ceto mercantile italiano e della nostra letteratura giuridica. La sostanza dei principi e delle regole elaborate dal diritto statutario è rimasta inalterata attraverso le trasmissioni fatte dall’istituto per tutta l’Europa, e informa, ancora oggi, le legislazioni vigenti”. Per approfondimento cfr. A. ROCCO, *Il fallimento. Teoria generale e origine storica*, Milano, 1962, pag. 200

³³ Il contributo unificante emerge subito nella relazione illustrativa al regio decreto: “La legge che mi onoro presentare alla Vostra Augusta approvazione è destinata a sostituire il libro terzo del codice di commercio del 1882, dopo che la riforma del Codice civile E il nuovo codice della navigazione hanno assorbito la materia degli altri libri del codice di commercio. La presente legge non tratta però solo del fallimento,

Il regio decreto, scritto sotto il vigore di uno stato autoritario, fondava la sua disciplina intorno al concetto di *favor creditoris*: infatti, come può leggersi nella relazione illustrativa³⁴, la c.d. Legge fallimentare nasce come reazione all'impronta troppo liberale del codice del 1882. In essa trova attuazione una tutela più forte degli interessi generali a discapito degli interessi individuali di creditori e debitori, ponendosi in continuità con la Legge Rocco del 1930. Secondo il principio della *par condicio creditorum*, essa "*assume la tutela dei creditori come altissimo interesse pubblico e pone in essere tutti mezzi perché la realizzazione di questa tutela non venga intralciata da interessi particolarissimi sia dei debitori che dei singoli creditori*"³⁵.

Passando all'analisi delle sue caratteristiche, si certifica che aspetto preponderante nella gestione della crisi era l'attribuzione di una visione prettamente sanzionatoria della disciplina fallimentare congiuntamente ad una concezione pubblicistica, declinabile sia quale tutela dei creditori sia nel senso di voler espellere dal mercato l'impresa in crisi considerata quale erbaccia da estirpare³⁶ per evitare ipotesi di commistione.

Accanto alla matrice prettamente sanzionatoria, in un'ottica quasi regressiva delle spinte liberali dell'800, si evidenzia il carattere pubblicistico della nuova procedura. Il potere veniva concentrato nelle mani del giudice delegato e del Tribunale, ponendosi il curatore³⁷ semplicemente quale mero esecutore. I creditori non avevano la possibilità di

come il terzo libro del codice di commercio, ma tratta anche, del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata e della liquidazione coatta amministrativa. Con ciò 10 nuova legge non intende compiere solo una riunione formale di istituti fra loro connessi, ma dare un'impronta sostanzialmente unitaria alla disciplina della crisi economica dell'impresa in relazione ai superiori interessi dell'economia generale. Ciò conferisce a questa legge una particolare importanza anche politica, per modo che, se anche la presente legge non viene a inserirsi formalmente nei codici, non si può dubitare che ne costituisca parte integrante, e concorre coi codici medesimi a formare il nuovo corpus iuris della nazione" Per approfondimento <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/1942/04/06/81/sg/pdf>

³⁴Nelle sue linee generali la presente legge reagisce decisamente alla concezione troppo liberalistica del codice del 1882; e sviluppa su un piano organico i principi affermati dalla legge Rocco del 1930 nel senso di una pregnante tutela degli interessi generali sugli interessi individuali dei creditori e dei debitori. Si suole a questo proposito parlare di una nuova concezione pubblicistica del fallimento in contrapposto a una tradizionale concezione privatistica. Per approfondimento: La riforma del diritto fallimentare Fondazione Luca Pacioli. *Il fallimento: i presupposti ed il procedimento* Roma 2006 p 6 ss.

³⁵ Per approfondimento: *relazione al re del r.d. 16 marzo 1942 n. 267 art 1-3* www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/1942/04/06/81/sg/pdf

³⁶ Per approfondimento cfr. M. FABIANI, *Diritto Fallimentare*, Milano 2011 p. 25 e ss.

³⁷ *Tutti i poteri sono riuniti nel Tribunale e nel giudice delegato; il curatore non è altro che un organo esecutivo, alle dipendenze di quest'ultimo; nessuna influenza possono esercitare i creditori; la riunione di costoro è dalla legge, almeno a quanto espressamente disciplina, ridotta a due soli casi, accertamento del*

esercitare alcuna influenza; erano, infatti, tagliati completamente fuori dalla procedura salvo limitati spazi di intervento. La legge prevedeva una loro attiva partecipazione solo in ambiti circoscritti e gli unici casi previsti di riunione erano per l'accertamento del passivo e per l'accesso al concordato³⁸.

La legge fallimentare rifletteva il panorama storico, portandosi dietro il fardello di un regime autoritario che precludeva lo spazio per gli accordi tra privati e imponeva regole molto rigorose. Furono molte le innovazioni che si attuarono all'impianto codicistico del 1882³⁹: ad esempio, mutò il requisito di accesso alla procedura ora individuabile nella c.d. insolvenza⁴⁰.

Dal punto di vista soggettivo, invece, si restò fedeli alla tradizione storica disponendosi – nell'articolo 1⁴¹ – la soggezione della disciplina fallimentare agli esercenti

passivo e concordato; lo stesso organo rappresentativo della categoria e di nomina officiosa, e i suoi pareri non sono mai vincolanti, salvo l'unico caso di continuazione dell'impresa" In R. PROVINCIALI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano 1995 pag. 38 ss., e. "rigidamente informata ad un principio autoritario, per cui i creditori, che in definitiva sono gli interessati, sono tagliati fuori dalla procedura non potendo influirvi che in limiti assai ristretti [...] e dovendo attenderne passivamente i risultati". Per approfondimento cfr. F. FERRARA JR – A. BORGIOI, *Il Fallimento*, Milano, 1995, pag. 61 ss.

³⁸ L'art. 825 c.co. prevedeva la possibilità che durante la procedura, debitore e creditore concludessero un "accordo amichevole" (specie di concordato), che poteva stipularsi anche solo con la maggioranza dei creditori, rappresentanti almeno tre quarti del passivo, purché i creditori assenzienti, assumessero col debitore le conseguenze di ogni lite coi dissenzienti e provvedessero al soddisfacimento di quest'ultimi. Ben presto, a causa della brevità del termine concesso al debitore e la possibilità di concludere accordi coi creditori fuori dal giudizio, questo istituto fu sostituito dal concordato preventivo. Per approfondimento: Cfr. L. PANZANI: *Op. cit.*, p. 8 e ss.

³⁹ Una delle questioni più dibattute sotto l'impero del codice del 1882 era quella della determinazione del cosiddetto presupposto obbiettivo del fallimento, e cioè del fatto economico che giustifica la dichiarazione del fallimento. L'art. 683 del codice era particolarmente infelice su questo punto perché contrapponeva uno stato di fallimento conseguente alla cessazione dei pagamenti, anteriore al fallimento dichiarato, quasi che lo stato di fallimento potesse sussistere senza questa preventiva dichiarazione. Per approfondimento cfr. L. PANZANI, *Op. cit.*, p. 8 e ss.

⁴⁰ Articolo 5 (Stato di Insolvenza)

"L'imprenditore che si trova in stato d'insolvenza è dichiarato fallito. Lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni"

Nell'articolo 5 il regio decreto riporta la spiegazione della nozione di insolvenza connotandola come inadempimenti o altri fatti esteriori che abbiano valore sintomatico dell'incapacità del debitore a soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Con l'insolvenza si è andato a sostituire l'originario presupposto consistente nella cessazione di pagamenti, che poteva essere vista sia come sintomo che come indicatore di una situazione temporanea alla quale non conviene far derivare il fallimento.

⁴¹ Art. 1. (Imprese soggette a fallimento, al concordato preventivo e all'amministrazione controllata).

"Sono soggetti alle disposizioni sul fallimento, sul concordato preventivo e sull'amministrazione controllata gli imprenditori che esercitano un'attività commerciale, esclusi gli enti pubblici e i piccoli imprenditori. Sono considerati piccoli imprenditori gli imprenditori esercenti un'attività commerciale, i

un'attività commerciale. Nel testo normativo, oltre al fallimento, vengono disciplinate ulteriori procedure concorsuali al fine di tutelare e soddisfare i crediti vantati nei confronti di un imprenditore commerciale, e cioè: (i) l'amministrazione controllata, (ii) il concordato preventivo, (iii) la liquidazione coatta amministrativa.

Scopo dell'amministrazione controllata era il risanamento dell'impresa in stato di difficoltà temporanea. Il tribunale, cui veniva sottoposta la richiesta, se riteneva che il debitore fosse meritevole, concedeva una sorta di moratoria per permettergli di recuperare la propria stabilità e solvibilità.

La seconda procedura che trova attuazione è il concordato preventivo⁴². Con esso veniva ad accordarsi la possibilità, sempre al ricorrere di determinate condizioni, di poter giungere ad un accordo tra creditore e debitore alla stregua di una maggior tutela per il creditore.

quali sono stati riconosciuti, in sede di accertamento ai fini dell'imposta di ricchezza mobile, titolari di un reddito inferiore al minimo imponibile. Quando è mancato l'accertamento ai fini dell'imposta di ricchezza mobile sono considerati piccoli imprenditori gli imprenditori esercenti un'attività commerciale nella cui azienda risulta essere stato investito un capitale non superiore a lire trentamila. In nessun caso sono considerate piccoli imprenditori le società commerciali"

⁴² Il concordato preventivo era nato con la finalità di prevenire il fallimento, uno strumento messo a disposizione dell'imprenditore "onesto ma sfortunato", per preservare l'impresa, incentivando il raggiungimento di un accordo con i propri creditori. Era previsto come una procedura esecutiva volontaria e alternativa al fallimento; condividendo con questo sia il presupposto soggettivo, che quello economico-giuridico dell'insolvenza. L'accesso alla procedura, inoltre, era presidiato da specifici requisiti che connotavano fortemente l'istituto in termini di meritevolezza. Il concordato preventivo era concesso all'imprenditore che forniva garanzia di soddisfacimento integrale dei propri crediti privilegiati e almeno del 40 per cento dei crediti chirografari o che offriva la cessione dei propri beni pignorabili ove fosse stata pari al soddisfacimento delle pretese creditorie. Una volta depositata la domanda, si svolgeva una prima fase deliberativa da parte del Tribunale circa la sussistenza dei requisiti sopradetti; in caso di esito negativo, dopo aver sentito il Pubblico ministero e, eventualmente, il debitore; il giudice poteva procedere d'ufficio alla dichiarazione di fallimento. Viceversa, in caso di esito positivo, il debitore conservava l'amministrazione del proprio patrimonio e beneficiava del divieto, posto a carico dei creditori per titolo o causa anteriore al decreto di ammissione alla procedura, di iniziare o proseguire azioni esecutive individuali (art 167 e 168 l.f). Per essere approvato, il progetto dell'imprenditore doveva ottenere il voto favorevole della maggioranza dei creditori votanti, che rappresentassero almeno i due terzi dei crediti ammessi al voto, vincolando così anche la quota dei creditori dissenzienti una volta che il concordato fosse stato omologato dal tribunale. Per approfondimento: cfr G. ROCCA G. ACCIARO *il concordato con continuità aziendale commissione crisi, ristrutturazione e risanamento di impresa* n 75 p. 50 e ss.

Da ultimo, la liquidazione coatta amministrativa⁴³ diventa uno strumento alternativo al fallimento, comportando la cessazione dell'attività di impresa e la liquidazione del patrimonio con conseguente distribuzione ai soci.

Nonostante le nuove procedure, il fallimento rimane la procedura più in voga sia per la sua idoneità ad attuare la selezione delle imprese in grado di operare sul mercato sia – essendo classificata quale procedura liquidatoria – per il fine ultimo che portava con sé⁴⁴.

Il Regio Decreto si fondava sulla tutela dell'interesse pubblicistico, che prendeva il posto dell'interesse del debitore o del singolo creditore, per cui con l'entrata in vigore della Costituzione si pensava di assistere ad una sua modificazione invece tutto ciò non avvenne; il Regio Decreto è rimasto intatto per più di sessanta anni. Un primo intervento si ebbe nel 1970 con la declaratoria di illegittimità costituzionale dell'art 15⁴⁵ nella parte

⁴³ La disciplina di questa è a ricercare nelle diverse leggi speciali che se ne occupavano. Requisito oggettivo per l'accesso alla procedura si sostanzia nell'essere impresa con particolare rilevanza per l'economia nazionale. Si differenzia dal fallimento, dal momento che in questa la procedura di liquidazione avviene sotto la direzione e il controllo della pubblica amministrazione competente, che nomina un commissario liquidatore deputato alla gestione del patrimonio dell'impresa, affiancato da un comitato di tre o cinque membri con funzione di controllo e consulenza sull'operato del commissario. Gli effetti del provvedimento di accesso alla procedura, si sostanziano nella cessazione delle funzioni di assemblea, nello spossessamento dell'imprenditore dall'amministrazione e dalla disponibilità dei suoi beni; tale effetto è funzionale a individuare il cespite del patrimonio da assoggettare a liquidazione. Sul versante dei creditori, gli effetti che si producono con tale procedura sono identici a quelli che connotano la sentenza dichiarativa di fallimento. Per approfondimento: R MARCIANESI, *la liquidazione giudiziale commissione procedure concorsuali*, n 81, Milano 2017 in https://www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/n-81---la-liquidazione-giudiziale.pdf?sfvrsn=c9e3361d_6.

⁴⁴ In una graduazione di interesse il fine primario era quello liquidatorio solo in secondo piano si poneva il tema della tutela della continuità

⁴⁵ Corte costituzionale 16/07/1970 n.141 “*Allo scopo di assicurare la difesa dell'imprenditore fallito, non costituisce mezzo sufficiente il contraddittorio differito alla fase di impugnazione. E ciò in riferimento così alle modalità del particolare procedimento di opposizione fallimentare, come alla disciplina della sentenza dichiarativa di fallimento, cui l'ordinamento attribuisce efficacia immediatamente esecutiva, non suscettibile di sospensione a seguito dell'atto di opposizione (art. 18, ultimo comma, della legge fallimentare R.D. 16 marzo 1942, n. 267), mentre la rimozione degli effetti di essa conseguono soltanto e con inevitabile ritardo, al passaggio in giudicato della pronuncia che accolga l'opposizione (alla quale è subordinata anche la cancellazione dal registro dei falliti). L'art. 15 del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 (legge fallimentare) è quindi costituzionalmente illegittimo, nella parte in cui, con sostanziale pregiudizio del diritto di difesa, non statuisce l'obbligo del tribunale di ordinare la comparizione del debitore. Questa, ovviamente, comportando l'audizione del debitore stesso con la possibilità di sue deduzioni e difese, anche in confronto dei creditori istanti, non senza assistenza tecnica, deve essere inquadrata e contenuta nella vigente normativa circa il procedimento di cognizione sommaria, nell'ambito delle finalità e delle speciali ragioni di urgenza e tempestività, anche allo scopo della conservazione del patrimonio aziendale, cui è informata la disciplina della dichiarazione di fallimento*”. Per approfondimento <https://onelegale.wolterskluwer.it/document/corte-cost-16-07-1970-n-141-pd>.

in cui esso dettava “Il Tribunale, prima di dichiarare il fallimento, può ordinare la comparizione dell’imprenditore”. Viene così a negarsi la facoltà del tribunale di sentire il debitore a favore dell’obbligo di ascoltare il debitore.

Altro intervento di rilievo si ebbe nel 1986. La Corte costituzionale dichiarò illegittimo l’art 97 che prevedeva che il creditore potesse impugnare la mancata ammissione di un credito trascorsi 15 giorni dal deposito del passivo in cancelleria. La motivazione che portò alla dichiarazione di illegittimità risiede nel fatto che il deposito del passivo in cancelleria poteva rimanere oscuro al creditore e quindi metterlo in una posizione di non garanzia dei propri diritti. Nel 1979, tramite la legge 3/04/1979 n° 95 (c.d. Legge Prodi)⁴⁶, venne introdotta la procedura per l’Amministrazione Straordinaria per le grandi imprese⁴⁷. Tale procedura prevedeva, in caso di grandi imprese insolventi, il sacrificio delle pretese dei creditori a favore di una maggiore tutela dei posti di lavoro e dell’interesse pubblico.

Con tale nuova procedura, per la prima volta nell’ordinamento concorsuale, fu messo in secondo piano il principio delle *par condicio creditorum* a favore dell’attenzione verso la continuità aziendale. L’introduzione della disciplina dell’A.S. non durò molto in quanto, con l’intervento del 1998, la Corte di Giustizia Europea⁴⁸ ne dichiarò la sua illegittimità annoverandola quale aiuto di stato illegittimo.

La disciplina venne così modificata con il decreto legislativo 8 luglio 1999 n. 270 (c.d. Legge Prodi Bis), caratterizzandosi per una maggiore flessibilità; varie furono le innovazioni quali ad esempio: (i) il sistema del doppio binario⁴⁹, (ii) l’applicazione della procedura esclusivamente alle imprese ritenute sanabili, (iii) la rigida definizione del contenuto dei programmi di risanamento e la notevole celerità nell’esecuzione di questo.

⁴⁶ La legge è stata sin da subito oggetto di critiche soprattutto sulla base della arbitrarietà dei criteri di accesso legati solo alle dimensioni aziendali e non all’effettiva possibilità di risanamento

⁴⁷ Il dettato normativo consentiva all’impresa insolvente, avente almeno 300 dipendenti e debiti pari per almeno cinque volte il capitale versato, di accedere a una procedura amministrativa, in cui la gestione veniva affidata a uno o più commissari nominati dal Ministero dell’Industria

⁴⁸ Corte Giust. CE, 17 giugno 1999, n. 295/97/1999, in *Foro.it.*, IV, 8, 2000, con nota di FABIANI M.; Corte Giust. CE, 1° dicembre 1998, n. 200/97/1998, in *Giur.it.*, 1999, 545 .

⁴⁹ Si prevedeva che l’apertura della procedura si articolasse in due fasi: nella prima il tribunale, una volta accertata la sussistenza di requisiti, emetteva sentenza dichiarativa dello stato di insolvenza; nella seconda fase invece il tribunale accertava la sussistenza di prospettive concrete di risanamento e con decreto consentiva l’accesso alla procedura.

Alla fine dell'anno 2003, la crisi economica finanziaria in cui piombò Parmalat portò all'introduzione della procedura di Amministrazione Straordinaria delle grandissime imprese insolventi. Il governo, invece che applicare la legge Prodi Bis⁵⁰, decise di emanare la nuova Legge Marzano (d.lgs. del 23 dicembre 2003 n.347, convertito in Legge del 18 febbraio 2004 n.39), prevedendosi misure urgenti per le ristrutturazioni aziendali delle grandissime imprese in crisi.

1.3 Anni di riforme: Commissione Trevisano 2005, 2012

A partire dal 1970 l'assetto normativo della Legge Fallimentare iniziò a mostrare i primi cenni di cedevolezza, non riuscendosi più ad adattare al nuovo modo di intendere l'attività imprenditoriale. Va quindi diffondendosi una idea contraria alla liquidazione dell'impresa – non conveniente né dal punto di vista economico né per la tutela dei lavoratori – a discapito della volontà di prediligere la continuità d'impresa. Si inizia a superare il concetto che scopo del fallimento fosse togliere dal mercato tutte quelle imprese considerate “scarti” del sistema produttivo a favore di una visione che riconosce all'impresa un valore da mantenere. La situazione che era venuta a crearsi “*obbligò a un ripensamento del fondamento stesso dell'impostazione tradizionale*”, rendendo necessaria “*un'opera di ristrutturazione dell'intera legge fallimentare*”⁵¹.

A partire dagli anni 2000 venne ritenuto opportuno attuare una riforma della legge fallimentare attribuendole un indirizzo meno liquidatorio, volto a salvaguardare l'impresa in crisi e la sua redditività, tutelando debitore e creditori ed al contempo introducendo misure di allerta e prevenzione. Tale innovazione si attua con il D.M. 28 novembre 2001 c.d. “Commissione Trevisano”.

Scopo della commissione era la riduzione del numero delle procedure alternative al fallimento portandole a due: (i) la prima, che si sostanziava nell'accordo tra debitore e imprenditore, poneva esclusivamente in capo a quest'ultimo la possibilità di accesso a

⁵⁰ Il gruppo Parmalat deteneva tutte le caratteristiche per l'applicazione della legge Prodi Bis. Le motivazioni che hanno spinto il governo verso l'introduzione di nuove disposizioni legislative sono state spiegate, nella relazione illustrativa alla legge Marzano, sostanziandosi in una divergenza di obiettivi rispetto a quelli perseguiti dalla Legge Prodi Bis. Per approfondimento: Ordinanza n. 328 (Atto di promovimento) 25 febbraio 2006 in <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2006/09/20/006C0778/s1>.

⁵¹ Per approfondimento cfr N. GIANESINI, *Il rischio penale*, 2016 Torino, p. 18.

tale strumento mentre (ii) la seconda, con previsione dell'esdebitazione, poteva essere attivata sia dal creditore che dal debitore o dall'autorità giudiziaria.

Obiettivo della commissione era di proporre il progetto come il risultato della decisione unanime di tutti i suoi membri. Ben presto tale obiettivo fallì a causa di forti asti interni alla commissione. Al gruppo coeso si contrapposero da una parte una maggioranza più conservativa e dall'altra una minoranza più liberale. Queste idee, conservative da una parte e liberali dall'altra, confluirono più tardi nella "seconda Commissione Trevisanato" istituita dal D.M. 27 febbraio 2004. Venne sancito tra gli obiettivi della riforma la «necessità del superamento della contrapposizione tra tutela dei creditori e conservazione degli organi produttivi [...] Si avvertiva inoltre la necessità di nuove regole che dessero la possibilità di creare un equilibrio tra entrambe le esigenze, scartando sia le soluzioni che mortificassero le attese dei creditori sia quelle che ignorassero interessi che riguardavano a vario titolo la vita dell'impresa... Ogniqualvolta inoltre fosse stato possibile evitare una procedura liquidatoria» il giusto equilibrio doveva essere raggiunto anche attraverso il consenso dei creditori e non imponendoglielo. Molteplici sono state le revisioni apportate alla prima Commissione Trevisanato. In particolare, nel titolo V, il fallimento viene sostituito con la "procedura di liquidazione concorsuale". Tale procedura è caratterizzata dal presupposto di accesso che ammette solo i casi in cui l'esposizione debitoria sia notevole. Altri due aspetti rilevanti delle evoluzioni apportate alla prima Commissione sono: l'ampliamento dei poteri del curatore e l'introduzione di procedure di esdebitazione. Le riforme di tale commissione furono organiche, proponendosi di disciplinare in modo innovativo tutti gli ambiti della materia con una visione in linea con il panorama economico giuridico. Nonostante lo sforzo encomiabile, tale proposta non venne mai convertita in legge e, negli anni successivi, per esigenze di celerità, vennero emanate le 'leggi fotocopia', caratterizzate da un testo che accoglie semplicemente tutte le innovazioni apportate e che spesso si è rivelato frammentario e di difficoltosa applicazione.

Questo lungo processo di revisione della materia terminò con il decreto-legge 14 marzo 2005 n. 35 c.d. "Decreto Competitività"⁵², auspicandosi una netta chiusura alla

⁵² Il decreto-legge 14 marzo 2005 n. 35 denominato Decreto Competitività "Disposizioni urgenti nell'ambito del Piano di azione per lo sviluppo economico, sociale e territoriale", convertito dalla L. n. 80/2005, e modificato e integrato dal D.lgs. n. 5/2006/122 e dal D.lgs. n. 169/2007 (c.d. "Decreto correttivo").

concezione liquidatoria fallimentare in favore di un'apertura alla continuità e conservazione aziendale.

In tale contesto venne quindi a diffondersi il ricorso a procedure alternative al fallimento – i.e. concordato preventivo e accordo di ristrutturazione di debiti – cercandosi di collocare in posizione residuale il fine liquidatorio in favore di soluzioni di composizione concordata delle crisi e riconoscendo il vero valore dell'impresa nella sua continuità.

Alla luce di tali nuove concezioni, si affermarono gli istituti del concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione di debiti.

Sempre nell'obiettivo della riforma stessa – un accantonamento della funzione liquidatoria a favore di istituti concordatari – vengono introdotti e modificati vari istituti. Nel concordato preventivo viene ridotto il controllo giurisdizionale prevedendo un più ampio potere ai creditori, vengono inoltre eliminati i requisiti di merito per l'accesso. Il concordato, nella sua nuova veste, prevede una duplicità di funzioni: (i) liquidatoria⁵³ con conseguente soddisfazione parziale dei crediti, (ii) conservativa consistente in un piano di ristrutturazione di debiti. Tra le novità introdotte dal decreto, degne di nota sono: (i) l'abolizione dell'amministrazione controllata, e (ii) lo stato di insolvenza che va ad aggiungersi al presupposto oggettivo dello stato di crisi.

Nonostante il notevole impianto innovativo, tale riforma però non riuscì a sortire l'effetto auspicato in virtù delle difficoltà applicative degli istituti alternativi alla liquidazione fallimentare, mantenendosi di gran lunga inferiori al livello numerico le imprese in concordato.

Il cammino di riforma del Regio Decreto si mantenne incerto, frammentario anche negli anni a seguire⁵⁴. Nella stagione 2012 – 2015 ripresero le modifiche alla Legge

⁵³ Purtroppo, fu comunque la funzione più perseguita

⁵⁴ Riforma importante nel panorama innovativa fu quella attuata d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 “Riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali a norma dell'articolo 1, comma 5, della legge 14 marzo 2005, n. 80”) tramite il quale si introdussero una serie di modifiche alla normativa in vigore, volte a velocizzare e a rendere più efficiente la procedura fallimentare. Tra le più importanti introdotte dalla presente riforma: la riformulazione del presupposto soggettivo del fallimento, con la modifica della nozione di “piccolo imprenditore”, e l'abrogazione dell'intera disciplina dell'amministrazione controllata prevista al titolo IV del R.D. 1942. Per approfondimento M. IRRERA, *Op cit.* <https://www.dirittoeconomiaimpresa.it/lineamenti-general-della-riforma-rordorf>.

Fallimentare e – con l’obiettivo di implementare le soluzioni alternative – vennero introdotte alcune novità, tra cui spiccano, da un lato, la c.d. domanda di concordato in bianco e, dall’altro, l’introduzione del concordato in continuità aziendale.

1.4. Commissione Rordorf

Il tortuoso processo di modifica del Regio Decreto del 1942 giunse ad un punto focale con il D.M. 28/01/2015 e l’istituzione della Commissione Rordorf⁵⁵.

Essa aveva il compito di “*analizzare organicamente il complesso delle normative in tema di procedure concorsuali e di crisi di impresa per monitorarne gli effetti e valutare la necessità di ulteriori eventuali interventi di riordino tenuto conto di quanto previsto a livello europeo*”⁵⁶. Tali normative si ispirano alla legge modello adottata dall’UNCITRAL⁵⁷ nel 1997⁵⁸, cui fece seguito, nel 2004, la UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law*⁵⁹. Nel febbraio 2016 il Consiglio dei ministri approvò la legge

⁵⁵ Il Ministro della Giustizia ha istituito un’apposita Commissione presieduta da Renato Rordorf (di cui prende il nome); aveva obiettivi ambiziosi: “*l’elaborazione di proposte di interventi di riforma, ricognizione e riordino della disciplina delle procedure concorsuali*”. La Commissione, insediata il 18 febbraio 2015, aveva dinanzi a sé più strade: o elaborare un disegno di legge analitico destinato a divenire legge o decreto legislativo delegato (in presenza di un’apposita legge delega) oppure predisporre un disegno di legge delega; la Commissione ha scelto la seconda strada, allestendo un documento corposo, dettagliato e analitico. Per approfondimento M. IRRERA, *Lineamenti generali della riforma Rordorf*, 2016 <https://www.dirittoeconomiaimpresa.it/lineamenti-general-della-riforma-rordorf>

⁵⁶ Regolamento UE 848/2015 di Parlamento europeo e di consiglio Europeo, Raccomandazione della Commissione n 135/2014. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0848&from=nl>; Raccomandazione della Commissione n 135/2014.

⁵⁷ United Nations Commission on International Trade Law

⁵⁸ Per approfondimento: UNITED NATION, *UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency*, 1997 In [UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency \(1997\) | United Nations Commission On International Trade Law](#).

⁵⁹ Parts One and Two adottate nel 2004; Part Three adottata nel 2010; Part Four adottata nel 2013; Part Five adottata nel 2021. Scopo di tale normativa è offrire consigli mirati per affrontare le difficoltà finanziarie in modo equilibrato, tenendo conto di tutti gli interessi in gioco, e di trovare soluzioni che possano garantire la protezione dei creditori e degli altri interessati, nonché promuovere l’occupazione e la stabilità economica. La disciplina è suddivisa in 5 parti: a prima parte fornisce una panoramica degli obiettivi di una legge sull’insolvenza, delle questioni strutturali come il rapporto tra la legge sull’insolvenza e altre leggi, dei meccanismi disponibili per risolvere le difficoltà finanziarie di un debitore e del quadro istituzionale necessario per supportare un regime di insolvenza efficace.

La seconda parte tratta delle caratteristiche fondamentali di una legge sull’insolvenza efficace, seguendo il processo di insolvenza dalle fasi iniziali alla chiusura del procedimento. Vengono identificati gli elementi chiave, tra cui criteri standardizzati per l’avvio del procedimento, un’istanza di sospensione per proteggere i beni del patrimonio dell’insolvente, la partecipazione dei creditori, la possibilità di una procedura di riorganizzazione accelerata, requisiti semplificati per la presentazione e la verifica delle richieste, la

delega per una “*riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell’insolvenza*”⁶⁰. (“RIFORMA DELLE DISCIPLINE DELLE CRISI DI IMPRESA E DELL’INSOLVENZA ...”) L’obiettivo è quello di realizzare un vero e proprio superamento della legge fallimentare del 1942 con lo scopo di un nuovo Testo Unico della crisi di impresa.

La portata innovatrice di tale riforma è notevole. Tra le norme facenti parte del disegno di legge delega, si osserva *in primis* il mutamento da fallimento in “liquidazione giudiziale”⁶¹. Il cambiamento del nome si effettua nel chiaro intento di eliminare la portata infamante e sanzionatoria della disciplina.

Si instaura, inoltre, un accertamento giudiziale unico⁶² della crisi e dell’insolvenza, affidandone la competenza al Tribunale. Si tratta di una vera e propria

conversione della riorganizzazione in liquidazione in caso di fallimento della riorganizzazione e regole chiare per la scarcerazione del debitore e la chiusura del procedimento di insolvenza.

La terza parte si occupa del trattamento dei gruppi aziendali in caso di insolvenza, sia a livello nazionale che internazionale. Mentre molti degli aspetti affrontati nelle prime due parti sono ugualmente applicabili ai gruppi aziendali, ci sono alcune questioni che si applicano solo al contesto dei gruppi aziendali. La terza parte si concentra sulle misure per semplificare i procedimenti di insolvenza che coinvolgono due o più membri dello stesso gruppo aziendale, tra cui la coordinazione procedurale di più procedimenti riguardanti diversi debitori, la nomina di un rappresentante unico dell’insolvenza per tutti i membri del gruppo, la consolidazione sostanziale di procedimenti di insolvenza che riguardano due o più membri del gruppo, la presentazione di piani di riorganizzazione coordinati e altre misure.

La quarta parte si concentra sulle responsabilità che possono essere imposte a coloro che prendono decisioni riguardo alla gestione di un’azienda quando questa affronta un’insolvenza imminente o inevitabile. L’obiettivo di imporre tali obblighi, che diventano esecutivi una volta avviati i procedimenti di insolvenza, è quello di proteggere gli interessi legittimi dei creditori e degli altri stakeholder e di fornire incentivi per un’azione tempestiva per minimizzare gli effetti del disagio finanziario dell’azienda.

La quinta parte, finalizzata dall’UNCITRAL nel 2021, è progettata per prendere in considerazione le caratteristiche uniche delle micro e piccole imprese e rispondere alle loro esigenze specifiche in caso di difficoltà finanziarie.

⁶⁰ Tale legge fu promulgata il 12 gennaio 2019 n. 14.

⁶¹ La disciplina è rimasta pressoché la medesima trasfusa sotto altro nome, salvo per la decorrenza del periodo sospetto per le azioni revocatorie – a partire dal deposito dell’istanza di fallimento e non dalla dichiarazione di fallimento. Per approfondimento: R.MARCIANESI *Il nuovo Codice della crisi e dell’insolvenza con particolare attenzione alla liquidazione giudiziale*, Fondazione Nazionale Commercialisti, i Quaderni n. 81, p.7 in www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/n-81---la-liquidazione-giudiziale.pdf?sfvrsn=c9e3361d_6.

⁶² Si prevede di attivare un unico giudizio di accertamento delle condizioni di accesso di imprenditori e debitori civili comprendente la totalità delle situazioni di crisi o insolvenza (compresa quindi anche la crisi da sovraindebitamento del soggetto non imprenditore).

reductio ad unum della fase iniziale delle varie procedure esistenti risolvendo i problemi⁶³ di coordinamento fra le varie procedure concorsuali.

Si amplia il ruolo attribuito al Pubblico Ministero (PM) e si elimina qualsiasi tipo di fallimento d'ufficio.

Viene introdotta la disciplina di una procedura extragiudiziale di allerta e di composizione assistita della crisi. L'intento è quello di favorirne l'emersione anticipata e le conseguenti negoziazioni fra debitore e creditori, con il dichiarato scopo di evitare che la situazione di crisi dell'impresa venga affrontata troppo tardi degenerando così in una situazione di insolvenza irreversibile.

La riforma questa volta appare fortemente strutturata, reca novità in svariati ambiti ed è unitaria e coesa lungo un unico filo conduttore: tutelare la continuità aziendale. A conclusione dei lavori della commissione e dopo svariate modifiche, per la prima volta, l'Italia vede l'entrata in vigore di un codice della crisi e dell'insolvenza; l'assetto codicistico viene promulgato con il decreto legislativo 12/gennaio/ 2019 n. 14.

1.5 Nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza-15/07/2022

Dopo quasi ottanta anni ed un susseguirsi di riforme in materia, con il decreto 17 giugno 2022 n. 83⁶⁴ si sanciva l'entrata in vigore del nuovo del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza alla data del 15 luglio 2022.

Si avvertiva l'esigenza di emanare un intervento legislativo che fosse al passo con i tempi, con la situazione economica affermatasi, che ponesse l'accento sul valore

⁶³In particolare, eliminando i frequenti problemi di sovrapposizione che nel tempo hanno coinvolto soprattutto la procedura di concordato preventivo e la procedura fallimentare, all'insegna della celerità, anche in fase di reclamo.

⁶⁴Il codice ha avuto un *iter* travagliato: fu approvato con il d.lgs. n. 14/2019 dando attuazione ai principi contenuti nella l. n. 155/2017 Successivamente con la legge n. 20 del 2019 si è data la possibilità di emanare decreti legislativi integrativi e correttivi della riforma, che hanno condotto all'adozione del decreto legislativo n. 147 del 2020. Ulteriori modifiche del Codice sono state previste dal PNRR, che colloca la riforma delle procedure di insolvenza tra gli interventi prioritari da effettuare in materia di giustizia. In tale ambito, con il decreto legislativo n. 83 del 2022, il Governo ha provveduto a dare attuazione alla Direttiva (UE) 2019/1023 e ha fatto confluire nel Codice le disposizioni sulla composizione negoziata della crisi, introdotte dal decreto-legge n. 118 del 2021. Il Codice è definitivamente entrato in vigore il 15 luglio 2022, con quasi due anni di "ritardo" rispetto alla data inizialmente prevista, più volte differita anche a causa della crisi economica determinata dall'epidemia da Covid-19. Per approfondimento: CAMERA DEI DEPUTATI, *Riforma delle procedure di insolvenza, 2022* in https://temi.camera.it/leg18/temi/tl18_diritto_fallimentare.html#:~:text=Il%20Codice%20C3%A8%20definitivamente%20entrato, 'epidemia%20da%20Covid%2D19.

dell'impresa quale realtà produttiva e che fosse idoneo a far tramontare qualsiasi traccia dell'impianto del Regio Decreto del 1942.

La disciplina è giunta per ora nel suo ultimo stadio di evoluzione e – ad una sua prima disamina – si sta assistendo ad un cambiamento in *primis* sociale. La riforma è stata culturale, con il passaggio da una connotazione sanzionatoria – in cui il fallito era additato come colui che attuava pratiche fraudolente verso i creditori⁶⁵ – ad un approccio differente in cui il complesso imprenditoriale si considera quale valore la cui conservazione è linfa vitale per l'economia.

Il nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, come emerge dal percorso fin qui seguito e analizzato, non è stato l'unico contributo riformante.

Come è noto, modifiche consistenti furono apportate già con il Decreto Legislativo n. 5 del 9 gennaio 2006 anche se in modo segmentato, con l'introduzione di un importante divario tra la normativa post e anteriforma.

Indagando sulla ratio dell'entrata in vigore di tale impianto codicistico, si nota che le sue motivazioni non sono solo da ricercarsi sul territorio italiano dovendosi volgere lo sguardo anche alle numerose spinte innovative di matrice europea⁶⁶. Il cambiamento che si è avuto è stato clamoroso per l'ordinamento interno; esso viene ad aprirsi ai dettami della Direttiva cd *Insolvency* che, tra le varie norme, è quella che più opera in un'ottica di continuità della gestione aziendale e di prevenzione della crisi. Al contempo si riferisce al Considerando n.2⁶⁷ che sottolinea l'importanza di una gestione della crisi 'anticipatoria' e *precoce* volta a *prevenire l'insolvenza*.

⁶⁵ Brocardo latino con cui veniva indicata la situazione di insolvenza del debitore nel confronto dei creditori *decoctor ergo fraudator*. Per approfondimento: O. CAGNASSO, M. IRREA, *Op. cit.* p. 20 in://nuovodirittodellesocieta.it/f/fascicoli/Fascicolo17_2015_nds.pdf.

⁶⁶ Prima di direttive UE il tema della crisi era negletto, nessuno se ne occupava in quanto si riteneva che ogni stato dovesse avere mano lunga nella gestione, con gli scambi commerciali e interrelazione economiche hanno messo in luce esigenza di avere terreno comune per la gestione. Tra gli interventi si annovera: il regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento e del Consiglio del 20 maggio 2015, la raccomandazione n. 2014/135/UE della Commissione del 12 marzo 2014, il regolamento delegato UE 2016/451 della Commissione, direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 novembre 2016, i principi della *Model law*, elaborati in tema d'insolvenza dalla Commissione delle Nazioni Unite per il diritto commerciale internazionale (UNCITRAL).

⁶⁷ “*I quadri di ristrutturazione preventiva dovrebbero innanzitutto permettere ai debitori di ristrutturarsi efficacemente in una fase precoce e prevenire l'insolvenza e quindi evitare la liquidazione di imprese sane*”

Concentrare l'attenzione nella fase precrisi induce ad un cambio di visuale, passando da una concezione statica in cui l'obiettivo è il rispetto esclusivo della *par condicio creditorum*, ad una visione dinamica che individua come unico principio da perseguire la conservazione dell'impresa.

L'entrata in vigore del codice ha avuto un iter lungo e travagliato.

Degna di nota – per la ricostruzione delle innovazioni confluite nel testo – è la c.d. Legge Delega n. 155 del 19 ottobre 2017 contenente la delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza.⁶⁸

Con la riforma viene ad attuarsi una vera e propria rivoluzione della crisi. Si inizia ad osservare il fenomeno in un'ottica di continuità dell'impresa e si fa retrocedere la tutela ad uno stato embrionale⁶⁹; l'impresa, secondo una politica che si potrebbe definire di prevenzione⁷⁰, viene ad essere oggetto di attenzione in una fase antecedente alla crisi irreversibile.

La portata innovativa di tale intervento di riforma sta nella necessità di incrementare strumenti sollecitatori e di aiuto nei confronti dell'imprenditore⁷¹ affinché quest'ultimo si renda conto di trovarsi in una fase prodromica alla crisi. Tale avvisaglia è necessaria affinché vengano adottati gli strumenti previsti per prevenire la crisi⁷².

Il campo di applicazione di tale codice è molto ampio, per quanto concerne l'ambito soggettivo si applica *a ogni debitore persona fisiche o giuridiche ente collettivo, consumatore, professionista o imprenditore esercente un'attività commerciale, agricola o artigianale, con esclusione dello stato e degli enti pubblici*. Per quanto concerne il

Per approfondimento: <https://www.ancot.it/circolari-area-documentale/formazione/webinar-28-09-2022-richiesta-crediti-formativi/1186-novita-codice-della-crisi-avv-andrea-silla.html>.

⁶⁸In particolare, oggetto della riforma erano: Regio Decreto 1942 c.d. Legge Fallimentare e legge 27 gennaio 2012, n. 3.

⁶⁹ La tutela e l'attenzione viene fatta retrocedere, sostanzialmente, in una fase di precrisi.

⁷⁰ Il cambiamento di prospettiva verso un'ottica preventiva è stato attuato anche in un'ottica di convenienza in quanto studi aziendalistici evidenziano e giustificano che la liquidazione dell'impresa in crisi comporta un dispendio economico maggiore rispetto alle procedure che assicurano una continuità imprenditoriale.

⁷¹ Questo aiuto può sostanzinarsi anche nell'intervento di un terzo che ha il compito di favorire una soluzione consensuale tra i creditori.

⁷² Ruolo centrale nel nuovo assetto gestorio della crisi è ricoperto da tutte le procedure inerenti alla tutela della continuità imprenditoriale e tutte quelle da adottare per evitare che impresa entri in uno stato di crisi irreversibile

requisito oggettivo, la nuova normativa riguarda la stragrande parte delle procedure concorsuali.

Analizzando più nel dettaglio il suo impianto strutturale⁷³, si evidenzia sin da subito la sua matrice innovativa⁷⁴. I primi articoli del Codice (artt. 3 -11) vengono dedicati ai Principi Generali⁷⁵: dalla loro disamina può notarsi che la sostenibilità economica diviene il fulcro delle procedure concorsuali, con particolare attenzione all'adeguatezza degli assetti organizzativi volti alla tempestiva rilevazione della crisi.

⁷³ Il nuovo Codice si articola, per individuarne sin da subito le coordinate “topografiche”, in ben dieci Titoli, come si seguito elencati: Titolo I - Disposizioni generali (artt. 1 – 11) Titolo II - Composizione negoziata della crisi, piattaforma unica nazionale, concordato semplificato e segnalazioni per la anticipata emersione della crisi (artt. 12 – 25 *undecies*) Titolo III - Strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza (artt. 26 –55) Titolo IV - Strumenti di regolazione della crisi (artt. 56 – 120 *quinquies*) Titolo V - Liquidazione giudiziale (artt. 121 – 283) Titolo VI - Disposizioni relative ai gruppi di imprese (artt. 284 – 292) Titolo VII - Liquidazione coatta amministrativa (artt. 293 – 316) Titolo VIII - Liquidazione giudiziale e misure cautelari penali (artt. 317 – 321) Titolo IX - Disposizioni penali (artt. 322 – 347) Titolo X - Disposizioni per l'attuazione del Codice della Crisi e dell'Insolvenza, norme di coordinamento e disciplina transitoria (artt. 348 – 391). Per approfondimento: G. D'ATTORRE, *I principi generali del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (a cura di) L. SIMONE, M. FABIANI e S. LEUZZI, Studi sull'avvio del codice della crisi, p. 6 ss. 2022, in https://dirittodellacrisi.it/file/Azu10OcpX32elqrKfycjAjRQRcVvyagES8aaluIEv.pdf/2022_speciale_Diritto-della-crisi.pdf.

⁷⁴ Si riporta un elenco schematico delle principali innovazioni: (i) l'emersione tempestiva della crisi attraverso strumenti di allerta soft che incentivino l'imprenditore ad attivarsi volontariamente per il superamento della situazione di difficoltà; (ii) la valorizzazione dell'autonomia privata delle parti con la previsione di strumenti anche stragiudiziali e con la limitazione dei poteri di intervento dell'autorità giudiziaria; (iii) la “risanabilità dell'impresa”, quale valore giuridico, da preservare attraverso procedure di ristrutturazione efficienti che favoriscano la continuità aziendale. Guardando agli articoli, rispetto alla disciplina contenuta nel codice del 2019 si sono attuate le seguenti modifiche: (i) *ne verranno riportate solo alcune per economia di scrittura*; (ii) viene modificato l'articolo 1,1 lett a) eliminando dalla definizione di stato crisi il riferimento allo *squilibrio economico-finanziario*; (iii) sono abrogate le lettere g) e u) dell'articolo *cui supra* facenti, rispettivamente, riferimento a grandi imprese e OCRI; (iv) viene modificata la lettera h), al fine di aderire alla definizione di “gruppo di imprese” data dall'art. 13 del decreto-legge n. 118/2021, convertito, dalla legge n. 147/2021; (v) viene inserita la lettera m-bis), che introduce la nozione di quadri di ristrutturazione preventiva, unificando sotto una definizione tutti gli strumenti volti alla regolazione precoce delle crisi. Si tratta del recepimento della definizione di “ristrutturazione” contenuta all'art. 2, par. 1, n. 1, della Direttiva (viii) l'articolo 3 introduce “Adeguatezza degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa” Per approfondimento: SENATO DELLA REPUBBLICA, CAMERA DEI DEPUTATI, *Modifiche al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023*, Dossier 2022 in <https://documenti.camera.it/Leg18/Dossier/Pdf/gi0199.Pdf> .

⁷⁵ Inoltre, si noti che, si riporta un modello di legiferazione strano per l'ordinamento interno ma si pone in linea di continuità con la modalità legiferativa tipica dei sistemi di *Common Law* Per approfondimento cfr. SIMONE, M. FABIANI e S. LEUZZI *Op.cit.* p. 8 in https://dirittodellacrisi.it/file/Azu10OcpX32elqrKfycjAjRQRcVvyagES8aaluIEv.pdf/2022_speciale_Diritto-della-crisi.pdf.

Tale assetto normativo predilige l'applicazione di misure e istituti volti a tutelare la continuità aziendale, nel caso in cui l'azienda si mostri capace di tornare a produrre utile in termini ragionevoli. Tali misure ed istituti nascono da studi che analizzano come la dismissione e la liquidazione del complesso aziendale sia un'operazione molto onerosa in quanto si svalutano gli affari in itinere e i crediti. Benché continuità e liquidazione sembrerebbero poste apparentemente allo stesso livello, da una disamina più completa la continuità sembrerebbe essere l'unico *totem*⁷⁶ da perseguire.

Altra novità è riscontrabile nel fatto che non si attua più una graduazione di interessi tra la tutela della continuità e la tutela dell'interesse dei creditori, ponendosi il primo in comunanza quasi fisiologica con il secondo. Inoltre, viene ad introdursi la disciplina della composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa quale modalità innovativa di ausilio alle imprese in difficoltà, connotata per essere volontaria, negoziale e (almeno in parte) stragiudiziale.

Il codice attua una razionalizzazione degli elementi base della disciplina. Emerge un cambiamento nella nozione di crisi⁷⁷ intesa come: *“lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi”*

Il nuovo modo di intendere lo stato di crisi ha suscitato dibattiti dottrinali in merito all'inversione del rapporto genere a specie, andando a delineare il concetto di crisi stesso tramite aggancio all'insolvenza, ampliandosi inoltre l'arco temporale.

Nella nuova ottica del codice, la crisi viene definita in una sorta di “passaggio” da una fase di inadeguatezza economica reversibile ad una situazione irreversibile. Non viene sostanzialmente modificata la nozione di stato di insolvenza⁷⁸ rispetto alla precedente definizione di cui alla Legge Fallimentare in quanto lo stesso viene rinvenuto

⁷⁶ Per approfondimento cfr. G. D'ATTORRE, *I principi generali del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (a cura di) L. SIMONE, M. FABIANI e S. LEUZZI studi sull'avvio del codice della crisi p. 6 e ss.

⁷⁷ Art 2 CCI lett a) crisi: *lo stato del debitore che rende probabile, l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi*. La definizione è stata modificata rispetto a quella presente nel codice del 2019 eliminando il riferimento all'equilibrio finanziario.

⁷⁸ Intorno alla nozione di insolvenza ci sono state varie pronunce giurisprudenziali alla stregua di definire le sue caratteristiche, a tal proposito si veda: Cass. 27 maggio 2015, n. 10952, Cass. 20 novembre 2018, n. 29913, Cass. 15 dicembre 2017, n. 30209.

quale “*stato del debitore che non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni, e che si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori*”.

Un cambiamento, seppur terminologico ma che ha rappresentato una netta cesura con l’assetto normativo del 1942, è stata l’abrogazione della storica locuzione “fallimento” (e tutte le sue derivazioni) in luogo di “liquidazioni giudiziale”. Questo si pone in linea di continuità con orientamenti già consolidatesi nei vari paesi europei di *civil law* (Francia, Germania e Spagna), tesi a scardinare l’aura di negatività e di discredito che storicamente si è sempre trovata nel soggetto del fallito. Da ciò emerge il grande passaggio culturale effettuato in quanto, eliminando qualsiasi retaggio *infamante*, si approccia all’insolvenza intendendola quale evenienza fisiologica nel ciclo vitale di un’impresa. Il Decreto, in aggiunta, rafforza l’obbligo dell’imprenditore di stabilire adeguati assetti organizzativi, al fine di individuare tempestivamente la crisi aziendale ai sensi dell’articolo 2086⁷⁹ del Codice civile.

L’intero codice è imperniato al concetto della tutela della continuità aziendale: fulcro del suddetto principio viene ad essere rappresentato dal concordato preventivo⁸⁰ in continuità.

⁷⁹ Il provvedimento del 18 ottobre 2019 n. 2769 del Tribunale di Milano, sezione specializzata in materia di imprese, rappresenta una delle prime pronunce in cui trova applicazione il nuovo art. 2086 c.c., come modificato dal Codice della crisi e dell’insolvenza. Per approfondimento: ASSONIME, *I doveri di amministratori e sindaci nella gestione della crisi d’impresa: una prima pronuncia del Tribunale di Milano sull’art. 2086 del Codice civile*, il Caso 2/2021, www.assonime.it; https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.versione=2&art.idGruppo=262&art.flagTipoArticolo=2&art.codiceRedazionale=042U0262&art.idArticolo=2086&art.idSottoArticolo=1&art.idSottoArticolo1=10&art.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&art.progressivo=0.

⁸⁰ L’istituto è regolamentato dall’art. 84 co. 3 del CCI; si prevede che i creditori sono soddisfatti in misura prevalente tramite il ricavato prodotto dalla continuità aziendale, sia diretta che indiretta. Tale prevalenza si ritiene sempre sussistente qualora i ricavi attesi dalla continuità per i primi due anni di attuazione del piano derivino da un’attività d’impresa nella quale sono addetti almeno la metà della media dei lavoratori impiegati nei due esercizi precedenti il deposito del ricorso. Ad ogni creditore deve essere assicurata un’utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile, la quale può essere rappresentata anche dalla prosecuzione o rinnovazione di rapporti contrattuali con il debitore o con il suo avente causa. Nel corpus dell’art. 84 è riportata distinzione tra continuità “diretta” e “indiretta”. La continuità diretta consiste nella prosecuzione dell’attività imprenditoriale da parte dell’imprenditore che ha richiesto il concordato, mentre quella indiretta sussiste qualora il piano preveda la gestione dell’azienda in esercizio o la ripresa dell’attività da parte di un soggetto diverso dal debitore in virtù di cessione, usufrutto, conferimento dell’azienda in una o più società, anche di nuova costituzione, o in virtù di affitto, anche stipulato anteriormente, purché in funzione della presentazione del ricorso, o a qualunque altro titolo. Le innovazioni introdotte dal Codice in merito alla continuità indiretta risultano evidenti. Infatti, viene ampliato il suo ambito di applicazione, includendo anche le ipotesi di usufrutto e affitto. Nel caso di quest’ultimo, al fine

1.6 Risvolti critici dell'entrata in vigore del codice della Crisi e Insolvenza

Nel contesto economico odierno, risultato di una grave crisi pandemica, l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ha assunto un ruolo ancora più rilevante poiché ha permesso alle imprese di far fronte alle conseguenze economiche della pandemia. Tuttavia, come ogni riforma importante, il Codice ha suscitato dibattiti e critiche. Ha introdotto importanti misure a tutela delle imprese in difficoltà, come la possibilità di rinegoziare i debiti con i creditori e l'adozione di strumenti volti a favorire la continuità aziendale; al contempo a ciò si è contrapposta, la preoccupazione di alcuni sostenitori dei creditori per il rischio di una maggiore tolleranza verso le imprese inadempienti, a scapito dei diritti dei creditori stessi. In questo contesto, è fondamentale analizzare in modo obiettivo i risvolti critici e favorevoli dell'entrata in vigore del Codice, al fine di valutare con attenzione gli impatti di questa riforma sul sistema economico e sociale del Paese.

Qualche anno fa nessuno avrebbe mai immaginato che una crisi sanitaria senza precedenti avrebbe riscritto⁸¹ rapidamente le regole delle relazioni economiche e avrebbe messo in ridicolo il tentativo di creare una nuova disciplina sistematica e moderna per gestire la crisi aziendale. Il nuovo Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza, che sarebbe dovuto entrare in vigore nel 2019, è stato ulteriormente posticipato⁸², mentre alcune regole societarie sono state completamente ribaltate in senso contrario a quanto si

di dissipare ogni dubbio, viene esplicitamente sancito che il contratto di affitto può essere stipulato anche prima del deposito del ricorso, a condizione che esista un chiaro nesso di funzionalità (che dovrà essere probabilmente precisato nel contratto stesso). Per approfondimento: F. PANI, *Appunti sulle tipologie di concordato preventivo nel nuovo Codice della crisi, 2023*, in https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/Articolo/346_Appunti-sulle-tipologie-di-concordato-preventivo-nel-nuovo-Codice-della-crisi.; <https://www.brocardi.it/codice-crisi-impresa/parte-prima/titolo-iv/cap-iii/sezione-i/art84.html>.

⁸¹ M. FERRO, *La sopravvivenza della legge fallimentare al Coronavirus: il limbo della giustizia concorsuale dopo il D.L. 23/2020*, in *Quotidiano giuridico*, 10 aprile 2020 in www.quotidianogiuridico.it; R. BROGI, *Diritto emergenziale della crisi d'impresa all'epoca del Covid-19*, in www.osservatorio-oci.org; C. BIANCO, *In attesa dell'attuazione del decreto legge 8 aprile 2020 n. 23, altre riflessioni sulla qualificazione e quantificazione della misura dei prestiti Covid 19*, in *IL CASO.it* del 10/04/2020.

⁸² Per approfondimento M. FERRO, *Codice della Crisi differito al 1° settembre 2021, fallimenti sospesi fino al 30 giugno 2020 e immediato cordone societario, 2020* in <https://www.altalex.com/documents/2020/04/09/codice-della-crisi-differito-al-1-settembre-2021-fallimenti-sospesi-fino-al-30-giugno-2020-e-immediato-cordone-societario>; V.D'ANDÒ, *Codice della crisi impresa differito al 1 settembre 2021 e altre disposizioni temporanee fissate dal Decreto Liquidità, 2020* in <https://www.commercialistatelematico.com/articoli/2020/04/codice-della-crisi-impresa-differito-al-1-settembre-2021-e-altre-disposizioni-temporanee-fissate-dal-decreto-liquidita.html>

pensava fosse la giusta direzione solo poco tempo fa. Non si tratta di una semplice adattamento alla crisi ma di una completa inversione di rotta. Ciò che prima era considerato "male", da combattere, è diventato "bene", da preservare⁸³.

Se da un lato si ritiene che la continuità aziendale sia il “fine ultimo” da tutelare, parte della dottrina avanza critiche forti in merito affermando che in nome della salvaguardia dei valori economici, la crisi economica sembra essere stata nascosta e sospesa per legge. I bilanci delle imprese sembrano poter essere formulati su presupposti di continuità aziendale artificiosi, imprudenti e persino irrealistici, mentre la sottocapitalizzazione cronica delle imprese italiane è diventata una condizione da preservare o comunque irrilevante per valutare la loro solvibilità. Inoltre, l’invincibile ritrosia dei soci ad investire capitali di rischio, che è un male antico del ceto imprenditoriale italiano, è stata addirittura incoraggiata. La crisi ha eliminato le norme che consideravamo ormai razionali, creando una realtà distorta dove quello che vedevamo da una parte si rifletteva dall’altra come in un abile gioco di specchi. Invece di un modello di imprenditore competente, prudente e responsabile, sembra essere subentrato uno che non vede nulla di sbagliato nella spregiudicatezza. Per un certo periodo, la crisi rischierà di scomparire dai bilanci, dai patrimoni netti negativi e dai debiti irrisolvibili, poiché le regole attualmente sospese non le applicano. Come spesso accade in periodi di crisi, i valori economici cambiano, le soluzioni si accelerano e le incertezze si risolvono. In questo caso, la crisi ha sospeso le regole concorsuali del futuro e non ha applicato quelle del presente, creando una realtà distorta che rischia di perdurare a lungo.

Con lo scopo di attuare una disamina delle principali criticità e vantaggi si ritiene opportuno iniziare dall’entrata in vigore del testo in oggetto.

Il Decreto Legislativo 12/01/2019, n.14 ha introdotto una nuova disciplina per gestire le crisi di impresa con l’obiettivo di favorire l’erogazione responsabile del credito e sostenere un’efficiente riallocazione delle risorse, attraverso la tempestiva liquidazione delle imprese non più produttive e l’efficace ristrutturazione di quelle in situazioni di temporanea difficoltà. La normativa prevede un nuovo “beneficio” per i creditori in buona

⁸³ Emblematico di ciò sono state, *inter alia*, (i) la sostituzione delle terminologie quali “fallito” “fallimento” nel tentativo proprio di privare da quella accezione denigratoria il soggetto, (ii) la costruzione di un intero schema legislativo improntato alla continuità aziendale.

fede e per i terzi titolari di diritti non proprietari su beni del debitore che sono interessati da vincoli penale. Il beneficio prevedere nell'anticipare la considerazione di tali creditori all'interno del procedimento penale cautelare, il che comporta un nuovo coordinamento tra le procedure. L'obbligo di adottare misure ed assetti idonei a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e di assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte, rappresenta un nuovo canone generale della diligenza dell'imprenditore, che ne anticipa le ulteriori declinazioni nelle successive fasi. È stato inoltre introdotto un nuovo sistema di allerta e nuove procedure di composizione assistita della crisi⁸⁴. L'attenzione specifica degli organi di controllo sulla tempestiva rilevazione della crisi rappresenta un rafforzamento della complessiva responsabilizzazione degli amministratori e un nuovo parametro della diligenza gestoria⁸⁵.

Di seguito sono elencate numerose novità che andranno sicuramente testate nella pratica, ma che in prospettiva arricchiranno la gamma di strumenti disponibili per far fronte alla crisi d'impresa. Tra queste novità vi sono: l'esperto negoziatore che assiste le parti nella trattativa per la composizione della crisi; una lista particolareggiata che l'imprenditore deve compilare per accedere alla negoziazione; un test pratico che indica le condizioni in cui si trova l'impresa; le varie ipotesi di soluzione della crisi in cui possono sfociare le trattative; e il concordato semplificato, che rappresenta un potente dissuasore per i creditori che adottano tecniche ostruzionistiche e dilatorie ed è uno strumento rapido di liquidazione dell'impresa in caso di mancanza di alternative.

⁸⁴ R. RORDORF, *Il codice della crisi e dell'insolvenza in tempi di pandemia* in Giustizia Insieme, 2020: «L'allerta e la composizione assistita della crisi non vanno concepite, né dovranno essere fatte funzionare, come una sorta di *litimatum* rivolto all'imprenditore, minacciato di subire in futuro la liquidazione giudiziale della sua azienda, bensì come un mezzo di supporto che al medesimo imprenditore si offre per aiutarlo a superare, nei limiti del possibile, la situazione di crisi in cui versa e ad evitare il paventato esito liquidatorio»

⁸⁵ Dovevano entrare in vigore in tempi anticipati gli artt. 363 e 364 CCI sulle certificazioni dei debiti contributivi, per premi assicurativi e dei debiti tributari, gli artt. 375 e 377 CCI sull'introduzione sugli assetti organizzativi dell'impresa e delle società, con generalizzazione dei doveri ex art. 2086, comma 2, c.c., l'art. 378 sulla responsabilità degli amministratori delle S.r.l., l'art. 379 CCI sulla nomina degli organi di controllo delle S.r.l. da operare entro il 16.12.2019 Per approfondimento: cfr. M. FERRO, *Codice della Crisi differito al 1° settembre 2021, fallimenti sospesi fino al 30 giugno 2020 e immediato cordone societario*, in *Quotidiano Giuridico*, 2020.

Per approfondimento: cfr. BRODI, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 440, 2018.

Tuttavia, la composizione negoziata è meno efficace per le imprese individuali e per quelle costituite in forma societaria prive di organo di controllo perché manca il soggetto che può stimolare gli amministratori ad accedervi. È stato osservato che l'allerta, concepita per raggiungere anche altri strati di imprese grazie alle segnalazioni dei creditori istituzionali e all'obbligatoria audizione dell'imprenditore segnalato, è stata rinviata ma non abrogata. È tuttavia importante notare che tale osservazione si riferisce principalmente all'allerta esterna, mentre quella interna poggia sull'intervento dell'organo di controllo. Inoltre, l'allerta esterna riguardava principalmente le imprese insolventi, ovvero quelle con un credito insoddisfatto di una certa entità, ed era scelta come parametro di riferimento dal legislatore per l'individuazione del presupposto dell'obbligo di segnalazione. Pertanto, se si volesse revitalizzare l'allerta, sarebbe necessario rivedere integralmente questi parametri e valutare la disponibilità e la capacità dei creditori istituzionali (come l'agenzia delle entrate e gli enti previdenziali) ad intervenire in modo efficace.

Si potrebbe anche evidenziare una certa contraddizione nel rinviare l'allerta (nella relazione illustrativa al D.L. liquidità si adduce: l'incompatibilità del sistema delle c.d. misure di allerta con un quadro nel quale la preponderanza delle imprese è colpita dalla crisi; la probabile necessità di gestire scelte liquidatorie contrastanti con la filosofia del nuovo sistema; il bisogno di stabilità normativa; il miglior adeguamento alla direttiva UE 1023/2019 in materia di ristrutturazione preventiva delle imprese.) perché la situazione di crisi di molte imprese, a causa della pandemia, non la rende uno strumento idoneo. e Rileva anche una certa contraddizione il sostituirla con un istituto che stimola nuovamente l'imprenditore ad attivarsi ma solo su base volontaria. Tuttavia, i due istituti: allerta e composizione negoziata, nascono dalla consapevolezza (che è patrimonio comune di tutte le legislazioni concorsuali) che il recupero della continuità aziendale è possibile solo con un intervento tempestivo. Il concetto di volontarietà della composizione negoziata si basa sulla considerazione che il mutato quadro economico e sociale richiede una maggiore flessibilità nella gestione delle crisi d'impresa. In tale contesto, l'organo di controllo societario e l'esperto negoziatore svolgono un ruolo fondamentale, incentivando l'imprenditore a intraprendere azioni tempestive per risolvere la crisi dell'impresa, senza incorrere in sanzioni punitive. Questo approccio tiene conto

dell'obbligo previsto dall'art. 2086 del Codice Civile di istituire e mantenere adeguati assetti per la tempestiva rilevazione della crisi aziendale.

Prime critiche degne di nota provengono dallo scritto del magistrato Renato Rodorf⁸⁶ che si interroga su quale doveva essere la reazione più giusta dell'ordinamento giuridico al “cigno nero⁸⁷” La situazione straordinaria e inaspettata che abbiamo affrontato rende ancora più complicata la questione, in quanto si è verificata in un momento di transizione durante il quale si stava lavorando alla riforma del diritto concorsuale. La modifica originariamente prevista aveva l'obiettivo virtuoso di apportare una completa rivoluzione, ripristinando l'organicità persa a causa di una serie di modifiche parziali e non sempre coerenti, e di adeguare il diritto alle moderne visioni sulla gestione della crisi aziendale e dell'insolvenza

È innegabile che il blocco quasi totale delle attività economiche, produttive e commerciali, imposto dalla necessità di fronteggiare la diffusione del contagio, ha provocato gravi conseguenze sulla stabilità delle nostre aziende, già fragili. La calibrazione di interventi normativi volti a mitigare gli effetti di questa situazione di emergenza è un compito estremamente arduo, soprattutto perché non si era in grado di prevedere fino a quando e in che misura la pandemia avrebbe continuato ad avere effetti sulla nostra economia nazionale. Nel proseguo della sua trattazione l'autore afferma che la scelta adottata dal legislatore, di prorogare l'entrata in vigore del Codice, potrebbe essere vista come una scelta ragionevole, ma ci sono alcune precisazioni da fare. In particolare, l'autore sostiene che la proroga non è stata fatta per alleggerire l'onere dell'imprenditore, ma piuttosto per motivi organizzativi, in quanto l'implementazione dell'allerta e della composizione assistita della crisi richiederà una fase di rodaggio che le camere di commercio e gli OCRI dovranno affrontare. Tuttavia, l'autore critica il fatto che alcune persone hanno chiesto il rinvio dell'entrata in vigore dell'intero codice, poiché ritengono che non sia opportuno introdurre una nuova normativa in un momento di crisi come quello causato dalla pandemia. L'autore ritiene che questa richiesta sottintenda un

⁸⁶ Per approfondimento: R. RADORF, *Il codice della crisi e dell'insolvenza in tempi di pandemia*, 2020 in <https://www.giustiziainsieme.it/it/diritto-dellemergenza-covid-19-e-recovery-fund/984-il-codice-della-crisi-e-dell-insolvenza-in-tempi-di-pandemia-di-renato-rordorf?hitcount>.

⁸⁷ L'autore da riferimento alla pandemia da Covid 19, il termine è utilizzato in linguaggio economico per indicare un evento avverso e imprevedibile capace di provocare a largo raggio conseguenze economiche rilevanti.

certo scetticismo o ostilità nei confronti del nuovo codice, e che la difficoltà di applicare la nuova normativa non sia un ostacolo significativo, visto il lungo periodo di *vacatio legis* che è stato concesso per consentire ai professionisti e agli operatori di prepararsi.

Altro approccio critico degno di nota è l'analisi svolta dal Consiglio di Stato⁸⁸, il quale ha recentemente espresso il proprio parere in merito, fornendo inviti, suggerimenti e alcune critiche. Nello specifico, l'attenzione del Consiglio di Stato si è concentrata sulla formazione degli esperti e degli imprenditori, sulle misure protettive della composizione negoziata, sui creditori pubblici qualificati e sul piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione. Si evidenzia che il Consiglio di Stato ha espresso parere negativo solo riguardo all'istituto del piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione (previsto dall'articolo 64 *bis* codice crisi e insolvenza). La motivazione di tale giudizio sta nel fatto che esso non concorre agli obiettivi di semplificazione previsti dalla direttiva *Insolvency*. Questo perché produce un eccesso di offerta di strumenti alternativi per la composizione della crisi, e determina un aumento della partecipazione dell'autorità giudiziaria, in quanto richiede l'intervento giudiziale di omologazione. Sul fronte operativo, il Consiglio di Stato ha evidenziato diverse anomalie, tra cui quella relativa alla "libertà d'azione del debitore", che non troverebbe riscontro in alcuna disposizione della direttiva 2019/1023/UE. In particolare, il Consiglio di Stato ha fatto notare che il primo comma dell'articolo 64-*bis* consentirebbe al debitore di "prevedere il soddisfacimento dei creditori, previa suddivisione in classi degli stessi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei, distribuendo il ricavato del piano anche in deroga agli articoli 2740 e 2741 del codice civile"⁸⁹. Tale modalità, per le sue peculiari caratteristiche, verrebbe a collocarsi tra gli accordi di ristrutturazione dei debiti e il concordato preventivo in continuità aziendale. Il suddetto piano di ristrutturazione consente all'imprenditore in crisi o in stato di insolvenza di presentare una proposta ai creditori, che potrebbe essere omologata previa valutazione. Tale proposta potrebbe essere predisposta in deroga

⁸⁸Per approfondimento: V. MORELLI, *Crisi d'impresa: suggerimenti e qualche critica del Consiglio di Stato al decreto correttivo* in <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/05/24/crisi-impresa-suggerimenti-critica-consiglio-stato-decreto-correttivo>.

⁸⁹Per approfondimento: V. MORELLI, Op. cit., in <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/05/23/piano-ristrutturazione-soggetto-omologazione-rilievi-consiglio-stato>.

parziale alla par condicio creditorum e in applicazione della "*relative priority rule*"⁹⁰, oggetto della direttiva "*Insolvency*" in fase di introduzione nel codice della crisi con il suddetto decreto correttivo. I diritti di credito dei lavoratori dipendenti sarebbero comunque garantiti.

Nella relazione iniziale, il Consiglio di Stato ha espresso il proprio parere sulla riforma della normativa riguardante la crisi d'impresa, concordando con il Governo sul recepimento della direttiva 2019/1023/UE all'interno del D.Lgs n. 14 del 2019. Questa direttiva mira a rafforzare l'armonizzazione delle procedure nazionali in materia di ristrutturazione preventiva e insolvenza, con l'obiettivo di definire procedure, sia giudiziali che extragiudiziali, in grado di consentire al debitore un precoce risanamento tramite i "quadri di ristrutturazione preventiva", al fine di evitare il fallimento di imprese sane ma in difficoltà finanziarie e di tutelare sia i lavoratori che i creditori.

Il Consiglio di Stato ha inoltre evidenziato gli interventi più rilevanti contenuti nel decreto correttivo, che prevedono l'incorporazione della composizione negoziata della crisi all'interno del codice della crisi come procedura extragiudiziaria, l'adeguamento della disciplina del concordato preventivo in continuità aziendale e l'istituzione del piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione per quanto riguarda i "quadri di ristrutturazione".

Concordando sulla natura extragiudiziaria della composizione negoziata della crisi, il Consiglio di Stato ritiene che essa debba essere considerata tra gli strumenti di allerta precoce per individuare in anticipo situazioni finanziarie che potrebbero portare all'insolvenza del debitore.

Tuttavia, il Consiglio di Stato ha espresso alcune critiche sulla tecnica legislativa utilizzata nel decreto correttivo, sottolineando la mancanza di un quadro organico sui

⁹⁰ Con ciò si fa riferimento alle regole di distribuzione del patrimonio. Nello specifico essa è sancita l'articolo 11, paragrafo 1, lettera c) della Direttiva, la quale stabilisce che in caso di ristrutturazione con più classi di creditori, c.d. ristrutturazione trasversale, deve essere applicata la regola della priorità relativa, *relative priority rule*. Tale regola prevede che "*le classi di creditori dissenzienti ricevano un trattamento almeno paritario rispetto alle altre classi dello stesso rango e più favorevole rispetto alle classi di rango inferiore*". Per approfondimento: G. ACCIARO, A. TURCHI, *Le regole di distribuzione del patrimonio tra passato e futuro*, in https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/Focus/188__Le-regole-di-distribuzione-del-patrimonio-tra-passato-e-futuro; DIRETTIVA (UE) 2019/1023 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 2019 in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019L1023>

principi generali del codice e ritenendo necessario un raccordo con l'introduzione del nuovo strumento della composizione negoziata. La relazione propone quindi una serie di adattamenti al nuovo codice della crisi al fine di facilitare un coordinamento più armonico delle disposizioni contenute nel medesimo. Infine, vengono suggerite alcune modifiche alle diverse parti del codice che potrebbero contribuire a un miglioramento della sua costruzione e semplificare la sua lettura.

Altro punto sul quale il Consiglio di Stato si è espresso, è in merito alla formazione degli esperti della composizione negoziata. Ha espresso il proprio consenso sulla scelta effettuata dal legislatore, tuttavia, ha suggerito di considerare l'introduzione di periodici aggiornamenti degli stessi. A tal fine, si è proposto di individuare gli ordini professionali e le camere di commercio come soggetti in grado di organizzare tali formazioni.

Altri pareri positivi su alcuni aspetti e istituti introdotti dal Codice provengono dal Consiglio Nazionale Commercialisti⁹¹. Esso ha rilasciato un comunicato stampa in data 17 febbraio 2023, esprimendo un giudizio molto positivo sulle previsioni contenute nell'art. 39 dello schema di decreto sul Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)⁹² approvato dal Consiglio dei ministri. Tali previsioni, afferma il presidente Elbano de Nuccio⁹³, prevedono misure di favore per il successo delle composizioni negoziate della crisi d'impresa e rappresentano il frutto della diretta interlocuzione tra il CNDCEC e il Ministero dell'Economia. Le nuove norme sono ritenute ragionevoli e mirano a supportare le imprese italiane nel superamento delle situazioni di crisi, salvaguardando la continuità aziendale.

De Nuccio ha evidenziato come i dati diffusi da Unioncamere abbiano dimostrato che la composizione negoziata non abbia avuto l'utilizzo sperato nel primo anno, a causa del limitato numero di imprese che hanno fatto accesso allo strumento e delle poche composizioni concluse con esito favorevole. Il CNDCEC ha sempre sostenuto che,

⁹¹ Per approfondimento: CNDNC, *Composizioni negoziate della crisi d'impresa: giudizi positivi sulle misure da parte dei Commercialisti*, 2023 in <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2023/02/18/composizioni-negoziato-crisi-impresa-giudizi-positivi-misure-parte-commercialisti>.

⁹² Il PNRR è stato approvato dal 2021 per rilanciare l'Italia dall'epidemia Covid19. Per approfondimento: PIANO NAZIONALE DI RIPRESA E RESILIENZA, in <https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR.pdf>

⁹³ Presidente del Consiglio Nazionale dei Commercialisti

l'assenza della possibilità di raggiungere accordi transattivi con i creditori pubblici qualificati e lo scarso appeal delle misure protettive, rappresentassero ostacoli insormontabili per la diffusione della composizione negoziata.

In particolare, tra le novità introdotte dallo schema di decreto, i commercialisti apprezzano la norma che disciplina una fattispecie di accordo transattivo con i creditori pubblici qualificati, adattata al contesto della composizione negoziata. Tale misura prevede che l'imprenditore possa formulare proposte di accordi transattivi con i creditori pubblici durante le trattative avviate dall'esperto indipendente, prevedendo il pagamento, parziale o dilazionato, del debito in misura non inferiore a quanto potrebbe conseguire dalla liquidazione giudiziale.

Inoltre, i commercialisti hanno espresso un giudizio positivo anche sulla norma che prevede che l'Agenzia delle Entrate possa concedere un piano di rateazione fino a centoventi rate in caso di comprovata e grave situazione di difficoltà dell'impresa, su istanza dell'impresa stessa e sottoscritta dall'esperto.

Infine, i commercialisti hanno evidenziato una semplificazione relativa all'accesso alla composizione negoziata, con riferimento alla documentazione da allegare unitamente all'istanza, che rappresenta una misura fortemente richiesta dal Consiglio Nazionale.

CAPITOLO 2

CRISI DIIMPRESA

Sommario: 2.1 Concetto di crisi - 2.2 Fasi, cause e tipologie di declino e di crisi di impresa 2.2.1 Declino - 2.2.2 Indici e cause della crisi - 2.2.3 Tipologie di crisi - 2.3 Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio - 2.3.1 Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio che investono in crediti - 2.4 Evoluzione, analisi tipologica e normativa dei fondi di ristrutturazione - 2.4.1 Inquadramento normativo - 2.4.2 Analisi dei due comparti: crediti ristrutturati e nuova finanza - 2.4.3 La riserva di attività - 2.4.4 La soggettività e l'autonomia patrimoniale - 2.4.5 Il rapporto tra gestori e investitori - 2.5 Differenza tra Fondi di Ristrutturazione e Cartolarizzazione dei crediti - 2.5.1 Cessione indiretta dei crediti al fondo - 2.5.2 Cessione diretta dei crediti al fondo - 2.5.3 Vantaggi/svantaggi tra ipotesi di cessione indiretta e diretta.

2.1 Concetto di crisi

Il tema della crisi di impresa è da molti anni centro di interessi nella trattazione economica e giuridica. La letteratura spazia tra diverse declinazioni di un argomento vasto ed eterogeneo trattando delle cause e delle tipologie della crisi sino ai processi di *corporate restructuring*⁹⁴.

Il fenomeno della crisi aziendale mostra una rilevante connotazione strategica⁹⁵. Essa può essere intesa quale esito di un processo degenerativo, nel corso del quale l'impresa progressivamente perde la sua capacità di produrre valore⁹⁶ a causa di un disallineamento tra lo sviluppo strategico e l'evoluzione del suo ambiente di riferimento.

⁹⁴ Per approfondimento cfr. M. FAZZINI, N. ABRIANI, *Affrontare, gestire e risolvere le crisi di impresa*, Assago, 2011 p. 22 e ss; cfr G. SAVIOLI, *Crisi e risanamento dell'impresa: strumenti giuridici ed economici-aziendali*, Milano 2019 p. 10 e ss.

⁹⁵ Riconoscere la portata strategica della crisi pone enfasi sul suo carattere multidimensionale. Il tal senso il processo di gestione della crisi risulta intrecciato tra situazione esogene, di contesto il cui l'impresa opera e da fattori *firm specific*.

⁹⁶Per approfondimento cfr. L. GUATRI, *Un'interpretazione del concetto di crisi aziendale*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, XIII, 1, 1995; p. 30; cfr. G. BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Milano, 2000, p. 55 e ss.

Definire in modo univoco tale fenomeno è un'impresa ardua a causa del carattere mutevole delle crisi, dato, in parte, dai differenti approcci utilizzati dagli interpreti e, in altra parte, dal differente punto di vista da cui si osserva il fenomeno⁹⁷.

In linea con l'accezione manageriale/aziendalistica, la definizione di crisi ben si accompagna alla nozione della teoria del valore⁹⁸ *“l'impresa, in economia di mercato, perdura e si sviluppa solo generando nuovo valore: perciò la creazione di valore è la ragione essenziale della sua sopravvivenza a lungo termine”* Tale assunto fonda le sue radici da un lato nella consapevolezza che l'impresa, nel suo ciclo vitale, dovrà affrontare momenti di crisi e dall'altro sulla comprensione che la crisi può essere correlata ad eventi aziendali e al mutamento dell'ambiente esterno.

Partendo dall'equazione fondamentale del valore $W: R/i$ ⁹⁹, la crisi corrisponde al delta negativo. In tal modo si evidenzia che il concetto di declino e il successivo di crisi possono discendere sia da una diminuzione dei flussi che da un mutamento delle condizioni di rischio. La crisi si manifesta con una diminuzione dei flussi reddituali o finanziari (eventi endogeni) o con un cambiamento delle condizioni di rischio esogene che possono portare ad una diminuzione del valore, erodendo così la capacità reddituale dell'azienda. Tale concezione aziendalistica di crisi si manifesta come non applicabile nel caso in cui si debbano prendere decisioni di vitale importanza per il proseguo del ciclo imprenditoriale. In tal caso la dottrina protende per l'applicazione della nozione giuridica sancita nell'articolo 2 Codice della Crisi e dell'Insolvenza *“stato del debitore che rende*

⁹⁷ *“Il concetto di crisi oscilla tra l'estremo fin troppo generico di sistematici “andamenti negativi” dell'impresa tali da richiedere un intervento energico, all'altro estremo, abusato nella prassi imprenditoriale, professionale ed anche giudiziaria, fin troppo specifico e, direi anche, lapalissiano e tardivo, che la crisi si identifica con una insolvenza finanziaria”* Per approfondimento: A. QUAGLI, *Il concetto di crisi d'impresa come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*, 2016, p.3 in https://blog.ilcaso.it/news_473/02-02. Secondo l'autore risulta necessario fornire una definizione di crisi che sia “operativa”, in grado di agevolare il ruolo dei professionisti. Tale definizione dovrebbe avere duplice caratteristica: (i) puntualità, ovvero temporalmente identificabile con una certa precisione, in modo da permettere l'identificazione del momento di inizio; (ii) verificabilità, ossia riscontrabile dai soggetti terzi all'azienda e diversi dall'imprenditore.

⁹⁸ Per approfondimento cfr. A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestire le crisi di impresa, processi e strumenti di risanamento*, Ipsoa guide operative, Wolters Kluwer 2021, p. 3.

⁹⁹ In cui “W” corrisponde al valore dell'impresa, “R” indica i flussi reddituali, “i” indica tasso di attualizzazione che tiene conto della rischiosità complessiva del sistema d'impresa. Per approfondimento cfr. A. DANOVI, A. QUAGLI, *Op. cit.*, p. 3

probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi 12 mesi”.

2.2 Fasi, cause e tipologie di declino e di crisi di impresa

La dottrina maggioritaria¹⁰⁰ è unanime nel ritenere che per esaminare le cause del declino bisogna concentrarsi su due macrocategorie: cause di natura interna, ovvero il *management* e altri fattori¹⁰¹, e cause di natura esterna¹⁰².

Alla teoria “bipartita” di cui sopra, storicamente, si contrappone Slatter, affermando l'esistenza di un nesso tra le decisioni manageriali e l'insorgenza della crisi. Infatti si può leggere: *“One can, if one wants to, trace virtually all the reasons for declining performance back to ‘bad manager’, arguing that it was either poor decision or inaction on the part of management that was the cause of all the firms problem¹⁰³ [...]”.*

Tale definizione è ampiamente criticata dalla dottrina più recente; l'economista Guatri riconosce che, mettere sotto accusa quale unica causa di crisi l'aspetto manageriale, sminuisce la complessità e il concetto stesso di azienda.

La duplicità di cause comporta una maggiore difficoltà nel riconoscere e, soprattutto, prevenire quelle di natura esogena, in quanto derivanti da mutamenti di prezzi ovvero flessione di domanda; entrambi elementi completamente esterni al management aziendale. Nell'ampio ventaglio delle possibilità e variabili che possono condurre un'impresa alla crisi, si predilige un'analisi di tipo contingente¹⁰⁴ effettuando uno studio

¹⁰⁰ Per approfondimento: ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *La manifestazione della crisi d'impresa* (a cura di) C Pagliughi in n. 27., Milano p. 23-27 in [https://www.odcec.mi.it/quaderni/n-27-la-crisi-d'impresa---l'attestazione-di-ragionevolezza-dei-piani-di-ristrutturazione-ex-art.-67-3-comma-lettera-d\)-l.f.-](https://www.odcec.mi.it/quaderni/n-27-la-crisi-d'impresa---l'attestazione-di-ragionevolezza-dei-piani-di-ristrutturazione-ex-art.-67-3-comma-lettera-d)-l.f.-)

¹⁰¹ Senza pretesa di esaustività nell'ambito si annoverano: (i) management inadeguato, (ii) carente controllo nella gestione finanziaria e (iii) insufficienza delle politiche commerciali.

¹⁰² Senza pretesa di esaustività si annoverano: (i) dinamiche concorrenziali, (ii) mutamento sfavorevoli nei prezzi (iii) modificazione della domanda.

¹⁰³ Per approfondimento cfr. S. SLATTER D LOVETT, *Corporate Turnaround, managing companies in distress*, Penguin UK, 1999 p. 19.

¹⁰⁴ Per analisi contingente si intende, a parere di chi scrive, un tipo di studio sulla crisi che tende ad attenzione ogni singola impresa, attuando quindi un'analisi non generalizzata e standardizzata. Cfr. A. DANOVÌ, A. QUAGLI, *op. cit.*, p. 5.

che si modella sulla specifica azienda, considerando che ciascuna ha diverse risorse, diversa dotazione di accesso a diversi canali distributivi, diverso rischio.

Risulta alquanto arduo stabilire con elevato grado di affidabilità e certezza se la causa della crisi sia ascrivibile alle cause interne o esterne, in quanto solitamente è la concomitanza di queste a far scaturire il fenomeno. Molti studiosi¹⁰⁵ definiscono la crisi d'impresa come una situazione che affonda le proprie radici nel cosiddetto declino organizzativo – un tendenziale peggioramento della performance in termini di ricavi e di risorse aziendali – e nella turbolenza organizzativa, che prevede una continua fluttuazione delle sovra descritte variabili.

Da quanto emerge nella ricostruzione di un panorama fortemente eterogeneo, si intuisce l'inutilità di redigere delle forme di *check list* volte ad evidenziare una serie di elementi al configurarsi dei quali si identifichi l'insorgenza della crisi. È impossibile redigere una lista onnicomprensiva di tutte le cause scatenanti.

Nell'ottica di fornire un'indicazione pratica della modalità di ricerca delle cause, la dottrina concorda che l'indagine deve essere svolta a livello settoriale, anche se, a volte, le imprese appartenenti al medesimo settore merceologico non presentano gli stessi requisiti; ad esempio, un'impresa potrebbe disporre di un bacino di risorse più esiguo dell'altra ovvero avere una diversa influenza nella capacità di condizionamento dei diversi *stakeholders*¹⁰⁶.

¹⁰⁵ Per approfondimento cfr. M.E. PORTER, *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors* 2005; A. FALINI, *Le cause della crisi d'impresa. Analisi dei fattori di crisi delle grandi imprese in Amministrazione Straordinaria*, 2017 p. 322-327 in <https://ojs.sijm.it/index.php/sinergie/article/view/121>; cfr J. ARGENTI, *Corporate Collapse: The Causes and Symptoms*, London, 1976 p. 17 e ss; cfr G. BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Milano, 2000 p. 34 e ss.

¹⁰⁶ Gli *stakeholders*, ossia i portatori di interesse, sono soggetti, che possono favorire ovvero, ostacolare il raggiungimento di determinati obiettivi, attraverso opinioni e comportamenti.

In ordine all'importanza che detengono tali soggetti all'interno di una realtà imprenditoriale, risulta necessario intraprendere una gestione virtuosa di rapporti con questi ultimi. Le relazioni devono essere amministrate prestando attenzione a diversi aspetti: (i) avere riguardo degli interessi e prevedere le preoccupazioni nelle decisioni che riguardano l'impresa; (ii) consentire di manifestare preoccupazioni e aspettative nei confronti dell'impresa (iii) renderli partecipi della vita imprenditoriale, rendendoli avveduta della preminenza del ruolo ricoperto, (iv) dimostrarsi sensibili alle loro necessità, (v) prevedere eventuali conflitti. Per approfondimento, P. PROVVISIERO, *La gestione dell'impresa in crisi, l'analisi di Dottori Commercialisti, Managers ed Imprenditrici* Torino pp 16-23 in https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf.

2.2.1 Declino

Da quanto finora esposto deriva che, nel suo classico ciclo di vita, l'impresa può incorrere in periodi di crisi. Questa può essere identificata quale fenomeno in cui può essere distinta la fase fisiologica da quella patologica e, nel caso in cui venga riscontrata per tempo, si traduce in opportunità di crescita per le dinamiche commerciali¹⁰⁷.

Usualmente la crisi anticipa la sua insorgenza tramite una fase di c.d. declino¹⁰⁸ identificabile nella mancata capacità dell'impresa di anticipare, riconoscere, neutralizzare e/o adattarsi alle pressioni, endogene ed esogene che ne minacciano la stessa sopravvivenza¹⁰⁹. “Così, il declino è definito da una performance negativa in termini di variazione del valore del capitale economico, cioè dalla distruzione di valore nel tempo. Esso deriva, in estrema sintesi, dal deterioramento dei flussi reddituali e soprattutto delle

¹⁰⁷Per approfondimento cfr. A. DANOVÌ P. RIVA, *Le cinque fasi della crisi e dell'allerta*, 2018 <https://ilfallimentarista.it/articoli/focus/le-cinque-fasi-della-crisi-e-dell-allerta>; cfr M. COMOLI, *The impact of the new Italian Early Warning System Provided by the IC-Code on family SMEs governance Corporate Ownership and Control*, volume 16, 2019 pp. 64-72. Per un approccio critico in merito alle definizioni dottrinali di declino: W. WEITZEL, E. JONSSON, *Decline in organizations, a literature integration and extension*, University of Oklaoma in https://www.jstore.org/stable/2392987?seq=1&cid=pdfreference#references_tab_contents

¹⁰⁸ La letteratura aziendalistica giuridica sin da temi risalenti ha elaborato differenti teorie volte a definire il fenomeno:

(i) *Thompson* -1967- ha posto l'accento sul presupposto della razionalità evidenziando che le organizzazioni produttive cercano di prevenire e adattarsi ai cambiamenti esogeni, quando le mutazioni sono connotate da un elevato grado di difficoltà di previsione e rapidità l'impresa deve, velocemente, adeguarsi se vuole sopravvivere. L'incapacità di previsione, la mancanza di celerità possono condurre l'azienda verso la dissoluzione. Orientamento prevalente concorda nel far derivare il declino proprio nella mancanza di adeguamento nel momento dell'insorgenza delle cause *cui supra*.

(ii) *Whetten* -1980- apporta una descrizione bipartita del declino, suddividendo il fenomeno in: (i) declino come stagnazione ovvero quella fattispecie che si delinea in concomitanza della passività degli organi burocratici e, può o meno, comportare una perdita nei ricavi, (ii) Declino come riduzione ovvero quella fattispecie che si delinea in presenza di una riduzione dimensionale scaturita da una riduzione di mercato o a una diminuzione della competitività dell'organizzazione. Specificatamente per le organizzazioni afferenti al settore pubblico ha operato una classificazione riconducendo le fonti del declino a quattro categorie: (i) atrofia organizzativa, (ii) vulnerabilità, (iii) perdita di legittimità, (iv) entropia ambientale.

(iii) *Levy* -1986- evidenzia il declino nella fase in cui è mancante un'adeguata soddisfazione dei bisogni interni ed esterni e i segnali che fanno presagire la necessità di un cambiamento vengono ignorati.

Per approfondimento: W. WEITZEL, E. JONSSON, *Op. cit.* in https://www.jstore.org/stable/2392987?seq=1&cid=pdfreference#references_tab_contents.

¹⁰⁹ La dottrina non ha evidenziato un momento particolare, nel ciclo dell'impresa, nel quale il declino può manifestare con maggiore probabilità. Alcuni autori tra cui Stinch Geiner, identificano una sorta di *responsabilità da novità* nell'insorgenza del declino in quanto il periodo di maggior rischio si presentano dopo ogni periodo espansionistico dell'organizzazione.

‘attese’ inerenti a tali flussi; oltreché dall’aggravamento dei rischi cui l’impresa è soggetta¹¹⁰’. Se tale performance negativa viene prontamente affrontata e compresa, si riesce a bloccare l’ascesa degenerativa, innescando un’inversione di rotta.

Il declino può essere inteso come un fenomeno graduale¹¹¹, composto di due fasi: (i) incubazione, (ii) maturazione. L’incubazione si manifesta attraverso segnali di decadenza e squilibrio che, se non vengono percepiti prontamente dal management e, se non vi vengono posti rimedi, porteranno a rilevanti perdite economiche. La maturazione rappresenta, invece, una evoluzione peggiorativa delle condizioni economiche, palesando una situazione sempre più grave della condizione aziendale, che rappresenta il confine tra una situazione di declino e una di crisi. Il passaggio dalla fase prodromica alla crisi si manifesta nel momento in cui l’incapacità di produrre reddito, da parte dell’impresa, assume i caratteri dell’irreversibilità, ottenendo rilevanza anche all’esterno. Gli stadi del declino, come sopra menzionato, sono l’incubazione e la maturazione. Quelli della crisi, invece, si possono definire in funzione della carenza di liquidità, delle perdite sui flussi di cassa e della definitiva esplosione dello stato di dissesto che si ripercuoterà, in maniera inevitabile, su tutti gli attori coinvolti all’interno del processo aziendale.

In linea con l’introduzione svolta nel precedente paragrafo, si attua un’analisi puntuale delle cause che possono portare al fenomeno della crisi. Tale operazione è fondamentale al fine di un idoneo e corretto riconoscimento di esse ed è anche necessaria per capire gli strumenti da porre in atto per arginare e affrontare il periodo di crisi. Il fenomeno può essere immaginato come un crescendo di circostanze che, stratificandosi, possono sfociare in una situazione al limite della reversibilità. Prime avvisaglie di ciò possono riscontrarsi nei parametri previsivi.

¹¹⁰ Per approfondimento: cfr L. GUATRI, *Turnaround: declino crisi e ritorno al valore*, EGEA, Milano, 1995, p.108.

¹¹¹ Secondo studiosi il fenomeno è divisibile, secondo James B Shein e susseguentemente Tangpong, in cinque fasi: (i) fase ceca identificabile nella mancanza di anticipazione, riconoscimento dei cambiamenti che possono minare la loro stabilità, il declino è ancora latente (ii) fase di inerzia identificabile nella mancanza di decisione in merito ad azioni correttive da intraprendere, le riserve di liquidità iniziano a diminuire coerentemente alle quote di mercato. L’impresa sia a livello finanziario che economico l’impresa potrebbe ritenersi, fittiziamente, ancora solida e redditizia (iii) fase relazione fallace identificabile nelle scelte erronee compiute dall’organo manageriale (iv) fase della crisi identificabile come ultima occasione che l’impresa per cercare di porre rimedio e ristabilire l’equilibrio, (v) fase di dissoluzione identificata quale venuta meno della continuità del complesso imprenditoriale. Per approfondimento: cfr J.B. SHEIN, *Reversing the slide, a strategic guide to turnarounds and corporate renewal*, 2011, p.45.

Contributo rilevante e tutt'ora degno di nota, è l'elaborazione dell'indicatore *Z-score*¹¹², idoneo alla discriminazione statistica tra imprese con maggiore probabilità di fallimento.

Oltre ad indicatori basati sulle probabilità statistiche numeriche, sono stati elaborati altri indici che creano una commistione tra i meri dati numerici e le osservazioni empiriche. Tali indicatori, seppur fortemente strutturati in termini di accuratezza numerica, non sono idonei a rilevare e fornire la vera causa da cui scaturisce la crisi ma si limitano ad evidenziare, al superamento di alcuni stadi critici, dei *trigger event*¹¹³.

Con l'entrata in vigore del Codice della Crisi e Insolvenza si assiste all'implementazione, per tutti i modelli societari, di strumenti idonei all'immediata recezione delle avvisaglie di crisi. In linea di continuità con lo scopo perseguito dal codice, l'adozione di nuovi strumenti si pone in un'ottica diversa in cui la discrezionalità imprenditoriale resta estranea. Agli organi amministrativi, a cui spetta la funzione di

¹¹² Indice elaborato da Altman nel 1968, è utilizzato in analisi finanziaria alla stregua di prevede il rischio di insorgenza della crisi di una società quotata. Consta di 5 variabili: (i) capitale circolante, (ii) utile non distribuito, (iii) risultato operativo pre tax (iv) valore di mercato capitale proprio (v) ricavi netti d'esercizio. Sulla base del risultato sono state individuate 4 fasce di rischio probabilistiche per l'insorgenza della crisi Per approfondimento: L. FIORDI, *Z-SCORE ALTMAN EM-SCORE – Macroeconomia*, 2018, in [Z-SCORE ALTMAN EM-SCORE - Macroeconomia | Macroeconomia](#); Per un esempio pratico vedasi quanto segue: l'esperimento è stato condotto ponendo come target delle piccole e medie imprese italiane. L'analisi condotta riguarda un gruppo di PMI Italiane ed è volta a mettere in luce i punti di forza e debolezza delle varie imprese in termini quantitativi attraverso l'applicazione di modelli predittivi. A parere di chi scrive il target attenzionato dal *case study* è particolarmente singolare per il grado di problematicità insito nel modello sociale (ad esempio: non adottato gli standard IAS-IFRS, diversa determinazione del *fair value* e mancanza di un valore di mercato delle quote sociali). L'obiettivo primario di tale studio è quello di evidenziare la divergenza tra le PMI Italiane e il loro corrispettivo americano; concludendo per l'esigenza di introdurre una nuova variante dello *Z-Score* applicabile alle PMI italiane (c.d. *Z-ScoreM*) e un altro indice c.d. *D-Score* che tiene conto della situazione finanziaria patrimoniale della PMI. Per approfondimento: cfr O. M. S. CUCARO, *Misurazione dello "Stato di salute" delle PMI Italiane con i modelli di previsione delle insolvenza Z-ScoreM e D-Score, crisi e misurazione del default index delle PMI italiane*, 2017

¹¹³ Sono evidenziati nello IAS 39.59 come tutti quelli elementi che devono essere esaminati congiuntamente a tutte le informazioni disponibili al fine di corroborare l'evidenza di una perdita di valore. L'articolo evidenzia: (i) significative difficoltà finanziarie dell'emittente o debitore, (ii) violazioni contrattuali quali inadempimento ovvero mancato pagamento su interessi o capitale, (iii) dilazioni di pagamento concesse per ragioni legate a difficoltà finanziaria del beneficiario, (iv) probabilità che il beneficiario vada in bancarotta ovvero acceda ad altre procedure di ristrutturazione finanziaria, (v) sensibile diminuzione di flussi finanziari. Sono aggiunti, inoltre, (vi) informazione circa cambiamenti con avverso effetto che si sono verificati in panorama di mercato, economico, legale, (vii) diminuzione significativa del *fair value* del titolo al di sotto del costo di acquisito.

Per approfondimento: M. RIZZI, *Impairment*, 2015 In: (https://www.odcec.roma.it/images/file/FPC_Materiale_didattico_2015/151013_IFRS%209_Impairment_M_Rizzi.pdf); cfr A. BRUGNOLI, M. MANCINI, B. TREGLIA, *Impairment test: profili applicativi e contabili secondo i principi OIC e IFRS*, Torino, 2021

gestire l'impresa, compete anche la creazione di assetti organizzativi amministrativi e contabili adeguati.

Il nuovo Codice della Crisi e Insolvenza vanta un modello fortemente strutturato, idoneo ad accompagnare l'azienda sia nella sua fase fisiologica sia, all'occorrenza, nella sua versione patologica. Il concetto esposto ed implementato dal Codice della Crisi e Insolvenza era già presente nella disciplina civilistica. Rispetto a quest'ultima, quali elementi di innovazione si notano: (i) una maggiore attenzione verso l'organo in capo al quale sussiste l'obbligo di istituire gli adeguati assetti e monitorarne l'andamento; (ii) una ridefinizione del ruolo di controllo di sindaci e revisori in merito alla correttezza dell'espletamento degli obblighi gravanti sul soggetto amministrativo.

Il Codice della Crisi e Insolvenza apporta tramite l'articolo 375 delle modifiche alla disciplina dell'articolo 2086. L'articolo 375 nel secondo comma prevede che l'imprenditore¹¹⁴, che opera in forma societaria o collettiva, ha l'obbligo di istituire un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile in base alla natura e alle dimensioni dell'impresa. Tale assetto deve consentire una tempestiva rilevazione della crisi e della perdita della continuità aziendale e prevedere l'adozione, senza indugio, di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per superare la crisi e recuperare la continuità aziendale. La creazione di un assetto adeguato non solo organizzativo, ma anche amministrativo e contabile, rappresenta il primo passo per garantire una tempestiva allerta. Tali misure e assetti¹¹⁵ devono essere in grado di rilevare in tempi brevi, sulla base di un'analisi contingente¹¹⁶, gli squilibri di carattere finanziario ed economico.

¹¹⁴ La novella normativa diventa manifesto della nuova concezione dell'intera disciplina, di fronte a quella che negli anni è stata considerata una disciplina dalla matrice fortemente statica, si assiste a un mutamento di prospettiva, evidenziando una nuova regolamentazione delle crisi di impresa di matrice dinamica. Si inseriscono tali adeguati assetti in un'ottica di retrocessione di tutela, non si guarda più al fenomeno statico della decozione del complesso produttiva, ma si attua un'analisi dell'intero ciclo vitale dell'azienda. Per approfondimento: cfr F. di MARZIO, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Commentato e aggiornato, Torino 2022.

¹¹⁵ Diventano dei veri e propri segnali di allerta che hanno ad oggetto debiti con particolare rilevanza come esposizione debitorie nei confronti di banche ovvero intermediari finanziari, scadute da più di sessanta giorni. Per approfondimento: A. PANIZZA, *Adeguati assetti organizzativi, amministrativi, contabili e Codice della crisi: aspetti (teorici ed) operativi*, 2023 in https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/Articolo/333__Adeguati-assetti-organizzativi-amministrativi-contabili-e-Codice-della-crisi-aspetti-teorici-ed-operativi.

¹¹⁶ Si deve osservare il contenuto in cui l'azienda in questione opera verificando: (i) la dimensione (ii) il settore di mercato (iii) l'oggetto dell'attività.

Se da una parte vengono indicati all'organo di amministrazione dei parametri sui quali valutare l'effettiva adeguatezza dell'impresa, d'altro canto, secondo pareri dottrinali, la nuova normativa rimane alquanto lacunosa¹¹⁷.

Sono stati analizzati casi molto specifici dai quali si sono dedotti indicatori¹¹⁸ con cui valutare l'adeguatezza dell'impresa. Sono presenti, inoltre, anche vari indicatori, elaborati da un organo italiano di *business Reporting*¹¹⁹ cd. *Key performance indicator*, idonei a ingenerare una forma di inadeguatezza, nel caso di mancato rispetto. Ritornando alle cause che potrebbero portare ad una crisi, la letteratura internazionale¹²⁰,

¹¹⁷ A. CORTESI, *Il nuovo codice della crisi di impresa tra lacune e incertezze*, 2022 in [Il nuovo codice della crisi d'impresa tra lacune e incertezze - Il Sole 24 ORE](#).

¹¹⁸ Quali organigramma aggiornato, mansionario, redazione di una situazione finanziaria giornaliera.

¹¹⁹ Per approfondimento. <https://www.fondazioneoibr.it/>.

¹²⁰ Come storici portatori di tale orientamento, si fa riferimento ai contributi di Slatter e Lovett che individuarono diversi fattori, probabili, idonei a dare inizio alla crisi. 1). L'incubazione del declino: Il primo stadio è quello d'incubazione del declino, che rappresenta il momento in cui si manifestano i primi squilibri e l'impresa comincia a perdere valore; questa è la fase all'interno della quale la capacità reddituale dell'impresa inizia a depauperarsi e l'azienda di fronte agli occhi degli investitori comincia a indebolirsi perdendo di credibilità e risentendone sotto molteplici aspetti, dai rapporti con i clienti e i fornitori alla qualità dei prodotti e servizi offerti. È in questa fase che i flussi economici cominciano a mostrare segni di cedimento, non necessariamente assumendo segno negativo, ma presentando perdite di valore giorno dopo giorno che li comprometteranno a lungo andare. Se l'organo di governo non corre subito ai ripari, ma soprattutto non possiede gli strumenti adeguati a interrompere il circolo vizioso che ormai ha preso piede in azienda, sarà impossibile frenarlo e questa fase diventerà irreversibile; è proprio in questo momento che i manager e tutti i soggetti coinvolti all'interno dell'ambiente azienda potranno giocare la loro ultima carta e frenare il declino, prima che questa diventi insolvente. 2). La maturazione del declino. Il secondo stadio è quello di maturazione del declino, che si manifesta nella perdita di capacità reddituale e di valore del capitale economico. 3). Le ripercussioni del declino. Il terzo stadio è quello all'interno del quale le perdite sui flussi economici cominciano a pesare e viene a mancare la fiducia nei confronti dell'impresa. Questo momento può essere visto come l'aspetto finanziario della crisi d'impresa, il quale ha natura esterna e fondamentale non confonderlo con le cause della crisi, delle quali ne è generalmente una conseguenza, poiché le vere cause di una crisi sono di natura economica e incidendo in maniera progressiva sulla vitalità aziendale indebolendola poi, solo in un secondo momento sul piano finanziario. 4). L'esplosione della crisi. Il quarto stadio è quello dell'esplosione della crisi, che provocherà danni senza fare differenze e in maniera irreversibile su tutti gli stakeholder all'interno dell'impresa; in questo momento qualsiasi intervento riparatore apparirà problematico, di difficile attuazione e nella maggior parte dei casi tardivo, con probabilità di successo al quanto ridotte. Questo stadio si manifesterà in un primo momento attraverso l'insolvenza, dove saranno necessari ingenti interventi volti a incrementare il capitale e a modificare la struttura manageriale, poiché l'impresa è ormai incapace di adempiere alle proprie obbligazioni e in un secondo momento attraverso il dissesto, anche questo concepibile come procedimento mediante il quale salvare l'impresa, che in questo cercherà la collaborazione da parte dei creditori, per la cancellazione dei debiti, prima di incorrere verso procedure concorsuali dove le possibilità di risanamento la maggior parte delle volte sono compromesse dalla perdita di credibilità e d'immagine dell'impresa. In S. SLATTER . D. LOVETT. *“Corporate Turnaround”*, Harmondsworth, Penguin books, 1999; https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-_la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf da pp 16-23.

univocamente, ne propone una suddivisione in: (i) cause endogene¹²¹, (ii) cause esogene¹²². Tra quelle figuranti nella prima categoria, significativa rilevanza assumono la componente manageriale e le situazioni di inerzia e di confusione organizzativa, nonché le cause e gli effetti di una funzione finanziaria scadente e di una gestione del *costing* inefficace che si traduce in costi di struttura sproporzionatamente elevati. Per quanto concerne le cause di natura esterna, si pone l'accento sui cambiamenti che possono avvenire nell'ambiente economico e nel contesto competitivo, l'effetto di restrizioni governative sull'operato delle imprese, i cambiamenti di natura tecnologica ed infine i cambiamenti di natura sociale. Spesso, le cause afferenti alla seconda matrice sono raggruppabili in: (i) fattori macroeconomici, (ii) movimenti culturali, (iii) eventi catastrofici ed (iv) evoluzione settoriale. L'analisi distinta l'una dall'altra di tali cause risulta irrilevante in quanto è la concomitanza di esse a conferire sfogo al fenomeno di crisi.

In genere, al verificarsi di modifiche al *trend* di mercato, si riscontra l'acuirsi delle situazioni di crisi, in quanto a tale modifica dovrebbe far riscontro un'elevata capacità dell'organo che gestisce l'impresa di adeguarsi al cambiamento in atto. Per quanto le cause della crisi si leggano in modo distinto, la dottrina è concorde nel riconoscere l'esistenza di un forte nesso tra queste¹²³.

2.2.2 Le fasi della crisi

Anche per il fenomeno di crisi si è elaborata in dottrina¹²⁴ una suddivisione in diverse fasi: (i) l'incubazione del declino, (ii) la maturazione del declino, (iii) le ripercussioni del declino e (iv) l'esplosione della crisi.

¹²¹ Tra queste si annoverano: Management, controllo finanziario, costi elevati, strategia Marketing e vendite, grandi progetti, acquisizioni, strategia finanziaria. Per approfondimento: ENTRIAGE, *Cause della crisi aziendale* in [Cause della crisi aziendale - Entriage](#).

¹²² Tra queste si annoverano: cambio della domanda, concorrenza, costo della *commodity*, nuove politiche di governo. Per approfondimento: ENTRIAGE, *Op cit*, in [Cause della crisi aziendale - Entriage](#).

¹²³ “una crisi è sempre la risultante di una combinazione di eventi sfavorevoli interni ed esterni all'impresa” Per approfondimento cfr. S. SCIARELLI, *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle PMI*, Cedam, Padova, 1995.

¹²⁴ Per approfondimento, cfr. R. A. D'AVENI, *"Hypercompetition: Managing the Dynamics of Strategic Maneuvering"*, 1994; cfr C. A CARNEVALE MAFFE e F. VISCONTI, *"La rinascita delle imprese. Strategie e processi di risanamento e di rilancio"*, 2018; cfr G AURELI, *"Crisi e declino d'impresa"*, 2014; cfr G.RACUGNO, *Gli indicatori della crisi di impresa*, in *Diritto fallimentare e delle società commerciali* Vol. 94, n. 6, 2019 p. 1354- 1363.

(i) L'incubazione del declino. Il primo stadio si identifica nella c.d. incubazione del declino rappresentante il momento di manifestazione dei primi squilibri; l'impresa incomincia a perdere valore. Questa è la fase all'interno della quale la capacità reddituale dell'impresa inizia a depauperarsi e l'azienda, di fronte agli occhi degli investitori, comincia a indebolirsi perdendo di credibilità e risentendone sotto molteplici aspetti, quali: i rapporti con i clienti e i fornitori, la qualità dei prodotti ed i servizi coperti. Sempre in questa fase i flussi economici iniziano a mostrare trend negativi, presentando perdite di valore giorno dopo giorno che li comprometteranno a lungo andare. Se l'organo di governo non adotta rimedi celeri, ma soprattutto non possiede gli strumenti adeguati a interrompere il circolo vizioso, sarà impossibile invertire l'ascesa e tale fase diverrà irreversibile.

(ii). La maturazione del declino. Nel secondo stadio si manifesta la perdita di capacità reddituale e di valore del capitale economico.

(iii) Le ripercussioni del declino. Al terzo stadio le perdite generate dai flussi economici cominciano a essere ingenti e viene a mancare la fiducia e l'affidabilità nei confronti dell'impresa.

(iv) L'esplosione della crisi. Il quarto stadio è quello della c.d. esplosione della crisi, arrecante danni irreversibili gravanti su tutti gli *stakeholder*. L'impresa verterà in stadio di insolvenza; all'avverarsi di tale situazione saranno necessari ingenti interventi volti a incrementare il capitale ed a modificare la struttura manageriale¹²⁵.

2.2.3. Tipologie di crisi

Avendo attuato nei precedenti paragrafi una disamina al fine della comprensione dell'origine e suddivisione tipologica-causale della crisi, si procede ora analizzando le diverse tipologie di crisi che possono colpire l'azienda. Una primaria suddivisione può essere operata nel senso di suddividere la crisi in due macroaree: (i) crisi economica, (ii) crisi patrimoniale finanziaria.

¹²⁵ Tali interventi sono necessari in quanto l'impresa è ormai incapace di adempiere alle proprie obbligazioni.

La crisi economica¹²⁶ si registra tramite la presenza di riduzione di margini reddituali, per effetto della perdita di quote di mercato, che comporteranno perdite di esercizio. Tali segnali fanno intendere che ormai l'attività di impresa non è più remunerativa. La macroarea della crisi economica a sua volta può suddividersi in: (i) crisi da inefficienza, (ii) crisi da sovrapproduzione, (iii) crisi da decadimento dei prodotti, (iv) crisi da carenza di programmazione. Analizzando in maggior dettaglio le suddette tipologie si hanno:

(i) Crisi da inefficienza. Si manifesta qualora l'impresa abbia un livello di inefficienza superiore a quello dei *competitors*. Di solito questo tipo di crisi coinvolge, principalmente, l'area della produzione e l'area commerciale; è dovuta a tecnologie, strumentazione e manodopera obsolete e non adeguate ovvero alla presenza di un differenziale notevole tra costo di marketing e benefici ottenuti. Per riuscire a intercettare questa crisi è necessario ricorrere alla configurazione del costo industriale e svolgere un'attenta analisi degli indicatori di efficienza¹²⁷. Tale tipologia di crisi viene a manifestarsi, soprattutto, a seguito di ingenti incrementi produttivi, connotati da periodi di positività; sono spesso le caratteristiche di positività del periodo che inducono a sottovalutare il sistema dei controlli per cui non vengono notate le prime avvisaglie. Al fine di avere prova tangibile di tale situazione, è utile procedere all'analisi di bilancio; in

¹²⁶ Può essere suddivisa in altre 4 sottocategorie: (i) crisi da sovra capacità, (ii) crisi da inefficienza, (iii) crisi da decadimento dei prodotti, (iv) crisi da carenza di programmazione e/o innovazione. Per approfondimento: M. MOROLLI, *Crisi gestionale, crisi economica, crisi finanziaria, il quadro patrimoniale*, 2016 https://www.odcec.roma.it/images/file/FPC_Materiale_didattico_2016/Morolli%20Crisi%20gestionale%20crisi%20economica%20crisi%20finanziaria%20il%20quadro%20patrimoniale.pdf

¹²⁷ quali: (i) sfruttamento di capacità produttiva, (ii) quantificazione degli scarti di produzione, (iii) velocità produttiva dei macchinari.

cui andranno attenzionati, in particolare: (a) ROS¹²⁸, (b) ROE¹²⁹, (c) ROI¹³⁰, (d) rotazione del magazzino¹³¹

(ii) Crisi da sovrapproduzione. Tre sono i principali motivi che portano a tale crisi: (a) una capacità produttiva che supera la domanda, identificabile in una sovracapacità produttiva dell'impresa o del settore rispetto a quanto il mercato riesce ad assorbire. In tal caso l'impresa deve essere immediatamente in grado di adattare la struttura dei costi, in particolare quelli fissi, ad una domanda inferiore alle aspettative che di conseguenza comporterà minori ricavi. (b) una perdita della quota di mercato. In tal caso il fattore scaturente è circoscritto ad una sola impresa, la quale deve, anche in questo caso, effettuare un adeguamento dei costi in modo repentino. (c) una crescita dei ricavi non in linea con gli obiettivi. In questo caso l'azienda si trova con una capacità produttiva inutilizzata a causa degli investimenti fissi, effettuati per rispettare gli obiettivi e questo comporta dei costi fissi inutili. In questi casi, si assisterà ad un peggioramento degli indici reddituali, finanziari e di attività, quale immediato effetto della stasi che si è creata. Inoltre, si assisterà ad una rotazione del magazzino più lenta, con un conseguenziale

¹²⁸ ROS (*return on Sales*), che indica la redditività delle vendite ed è ottenuto rapportando il risultato operativo al fatturato: esso misura la capacità di ottenere elevati margini sulle vendite.

Per approfondimento BORSAITALIANA, *Redditività Del Capitale Investito* In <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/redditivita--del-capitale-investito.html>; cfr A. CORTESI, C. MANCINI, P. TETTAMANZI, *Contabilità e bilancio*, 2017, p 130 e ss.

¹²⁹ ROE (*Return On Equity*) è un indice economico sulla redditività del capitale proprio, ottenuto dividendo l'utile netto per i mezzi propri. L'indicatore viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci.

Per approfondimento: BORSAITALIANA, *Return On Equity* 2009, in <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm>; cfr A. CORTESI, C. MANCINI, P. TETTAMANZI, *Op. cit*, 2017, p 130 e ss.

¹³⁰ROI (*Return on Income*): Redditività operativa che costituisce la misura della remunerazione del capitale investito in azienda a titolo di debito o di rischio. È data dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito.

Per approfondimento: BORSAITALIANA, *Redditività Del Capitale Investito* In <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/redditivita--del-capitale-investito.html>; cfr A. CORTESI, C. MANCINI, P. TETTAMANZI, *Op. cit*, 2017, p 130 e ss.

¹³¹ L'indice di rotazione (o delle scorte, in inglese *inventory turnover*) indica il numero di volte in cui si è rinnovato completamente un determinato prodotto all'interno di un magazzino nell'arco di tempo preso in esame.

Per approfondimento In [https://www.mecalux.it/blog/indice-di-rotazione magazzino#:~:text=L'indice%20di%20rotazione%20\(o,%2C%20un%20quadrimestre%20ecc.\);](https://www.mecalux.it/blog/indice-di-rotazione-magazzino#:~:text=L'indice%20di%20rotazione%20(o,%2C%20un%20quadrimestre%20ecc.);) cfr R.N. ANTONY, D.F. HAWKINS, K.A.MERCHANT, D.M.MACRÌ, *Il bilancio. Analisi economiche per le decisioni e la comunicazione della performance*, 2016.

innalzamento delle rimanenze, in tal modo si avrà anche un peggioramento della situazione finanziaria ¹³².

(iii) Crisi da decadimento dei prodotti¹³³. Si realizza quando si registra una riduzione dei margini¹³⁴, che non permette la copertura dei costi fissi o comunque un utile soddisfacente. Per riuscire a diagnosticare questa tipologia di crisi, è fondamentale, oltre l'utilizzo degli indici di bilancio che esprimono la redditività del prodotto¹³⁵, uno studio approfondito del settore di mercato nel quale l'impresa opera. Spesso, le cause di questa tipologia di crisi si trovano in: errori nella selezione dei mercati di riferimento, peggioramento di reputazione del marchio, canali distributivi carenti e in una maggiore efficienza dei competitors o in una limitata capacità di innovazione. Le conseguenze sono analoghe a quelle della crisi da sovrapproduzione, con la differenza però che è caratterizzata da un decorso più celere. L'impresa dovrebbe quindi procedere con un meccanismo di riconversione produttiva, il più delle volte però non è possibile in quanto si riscontra una situazione di assenza di liquidità e di ingenti esposizioni debitorie.

(iv) Crisi da carenza di programmazione/innovazione. Tale stato di disequilibrio è connotato dall'incapacità imprenditoriale di far fronte ai mutamenti ambientali, da una grave mancanza di continuità nello sviluppo dei programmi e dall'assenza di una corretta individuazione di obiettivi. Tutto ciò affligge in modo particolare quelle aziende in cui il management opera solo osservando l'immediato e il cui unico obiettivo è il raggiungimento di risultati a breve termine. Tale miopia conduce velocemente all'incapacità di affrontare i mutamenti, soprattutto a causa della mancanza di un'adeguata strategia innovativa. È assurdo pensare che un'azienda riesca a mantenere nel tempo le stesse capacità di redditività senza nuovi contributi e nuove idee, così come risulta molto difficile mantenere costante nel tempo la redditività di un prodotto senza

¹³² Di facile intuizione è il fatto che tale situazione di “tamponamento” momentaneo non può essere affatto duratura. Tale tipologia di crisi sarà destinata a crescere esponenzialmente con il passare del tempo in quanto i prodotti in stato di stasi nel magazzino inizieranno a soffrire di obsolescenza rendendo necessaria una svalutazione degli stessi. Per approfondimento: cfr R.N. ANTONY, D.F. HAWKINS, K.A. MERCHANT, D.M. MACRÌ, *Op.cit.*, 2016.

¹³³ Oggigiorno, questa situazione si manifesta spesso a causa della concorrenza dei paesi in via di sviluppo, i quali riescono a presentare prodotti molto simili, ma a costi decisamente più contenuti.

¹³⁴ Si identifica nella differenza tra il prezzo di vendita di un bene e il prezzo di un *input* essenziale per produrre quel bene. Per approfondimento: P. PISONI, A. DEVALLE, *Analisi finanziaria*, Milano, 2016 p.461

¹³⁵ Tali indici sono ad esempio il margine lordo e margine operativo. Per approfondimento: cfr P. L. PICCARI, *Leggere il bilancio. Analisi della redditività e dei flussi finanziari*, 2009 p. 157 e ss.

mai dedicarsi scientemente all'innovazione, alla ricerca di nuovi mercati e all'elaborazione di nuove modalità produttive. Negli attuali contesti di mercato, sempre più competitivi, la crisi da innovazione costituisce un elemento a forte probabilità di accadimento, che andrebbe sempre previsto e tenuto sotto osservazione.

Diversamente si pone la crisi finanziaria/patrimoniale¹³⁶ scaturita e identificata appunto da squilibri finanziari/patrimoniali. Parlando di squilibrio finanziario si fa riferimento a: (i) un rapporto di indebitamento fortemente elevato, circostanza che evidenzia una ridotta presenza di capitale proprio a favore di una corrente ricorrenza al debito; (ii) insufficienza o assenza delle riserve di capitale; (iii) posizione sfavorevole dell'azienda nell'ambito dei negoziati contrattuali poiché ha una forte necessità di far ricorso a capitali di terzi con linee di credito a breve termine. La modalità per fronteggiare tale tipologia di crisi è quella di iniettare nuova finanza nell'impresa tramite disinvestimento di alcuni *asset* e trasformazione delle linee di credito da breve a medio/lungo termine. Le iniezioni di nuova finanza, nell'impresa che verte in squilibrio, possono attuarsi con diverse modalità tra le quali: (i) *lease back*, (ii) *venture capital*¹³⁷,

¹³⁶ é la tipologia più indenticata nella categoria di crisi di impresa.

¹³⁷ Investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di start up, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo c.d. *high grow companies*. L'attività di tali fondi non si esaurisce nell'apporto di capitale ma riguarda anche alcune attività connesse e strumentali. Dopo la Seconda guerra mondiale, gli Stati Uniti d'America sono diventati il luogo di origine e sviluppo del private equity e del venture capital. Nel 1946, a Boston, è stata fondata la prima società di investimento nel capitale di rischio, chiamata American Research and Development Corp. Questa iniziativa è stata avviata dal presidente del MIT, Karl Compton, dal professore di Harvard Business School Georges F. Doriot e da importanti uomini d'affari locali. In Europa, il mercato del venture capital e del private equity ha avuto origine e sviluppo principalmente nel Regno Unito, che è diventato la culla di gran parte dei servizi finanziari disponibili sul mercato internazionale. Solo nel 1980 il Consiglio Europeo ha sponsorizzato la creazione del "*Venture Capital Liaison Office*", un ufficio di collegamento tra diversi operatori qualificati dei mercati con sede a Bruxelles. Successivamente, nel 1983, su iniziativa delle istituzioni europee, è stata fondata "*l'European Private Equity and Venture Capital Association*", con l'obiettivo di promuovere il mercato dei capitali di rischio in Europa attraverso una crescita qualitativa e quantitativa degli operatori.

Oggi, il mercato del venture capital in Europa è caratterizzato da un grande e crescente numero di società attive nel settore. Questo indica un aumento dell'interesse e dell'investimento nel finanziamento di start-up e imprese ad alto potenziale di crescita nella regione. Effettuando un confronto tra il Vecchio Continente (Europa) e il Nuovo Continente (Americhe), emergono due differenze fondamentali che contraddistinguono il mercato del venture capital: la fonte di finanziamento e la composizione del mercato. Negli Stati Uniti, i fondi pensione, le compagnie assicurative e gli investitori industriali rappresentano le principali fonti di investimento per le imprese di venture capital. In Europa, invece, la fonte primaria di finanziamento risiede nel capitale bancario.

Questa differenza nella fonte di investimento ha conseguenze sulla composizione del mercato. In Europa, il mercato del venture capital si caratterizza per essere fortemente frammentato, con una molteplicità di attori e una maggiore diversità di finanziatori. D'altro canto, negli Stati Uniti il mercato del *venture capital*

(iii) *vulture capital*¹³⁸, (iv) riduzione del magazzino con vendita delle scorte¹³⁹, (v) cessione dei crediti.

La crisi si manifesta con forza soprattutto nei confronti dei finanziatori esterni, primo fra tutti il sistema bancario. Gli istituti di credito, in tutte le tipologie di crisi, giocano un ruolo fondamentale, poiché sono loro, spesso, a decidere il destino di un'impresa. Riuscire a far comprendere alle banche la necessità, le modalità e i tempi di ristrutturazione aziendale, supportata da un serio piano di risanamento e rilancio operativo, a volte è la più ardua difficoltà da dover superare. L'impossibilità di ottenere nuova finanza, spesso implica l'impossibilità di attuare qualsiasi piano di ristrutturazione, seppur valido.

2.3 Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio

Gli Organismi di investimento collettivo del risparmio, OICR¹⁴⁰, sono organismi che operano nel campo del servizio di gestione collettiva del risparmio, consentendo agli investitori di investire in un portafoglio diversificato di attività. Sono ascrivibili alla categoria degli intermediari finanziari comprendendo Società di Gestione del

si distingue per la sua unitarietà e compattezza, con una maggiore concentrazione di investitori e una struttura più consolidata. Riguardo all'Italia, il *private equity* convenzionalmente viene fatto risalire al 1986, anno in cui nove società finanziarie di origine bancaria si sono unite per creare un'associazione di categoria chiamata AIFI (Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento), ora nota come "Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*". Questa associazione ha contribuito a promuovere lo sviluppo del settore del *private equity* e *venture capital* in Italia, offrendo un punto di riferimento per le imprese e gli investitori interessati a questa forma di finanziamento. Per approfondimento: BORSAITALIANA, *Venture Capital* in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>; cfr HSU, KENNEY, *Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation*, 1946-1973, working paper of University of Pennsylvania, 2004; CASELLI, GATTI (a cura di) *Venture capital: a euro-system approach*, Berlino, 2004; *L'attività di venture capital: dalla strategia all'execution* dal convegno del 21 maggio 2016 presso l'Università di Foggia organizzato da Innogest Capital: *Venture Capital Fund in Italy*.

¹³⁸ Il *vulture investor*, letteralmente investitori avvoltoio, già molto diffusi negli Stati Uniti, investono quasi esclusivamente in passività di aziende in crisi, acquistando titoli in *distressed* dal mercato e crediti, per lo più in sofferenza, dalle banche o dai fornitori. Tali operatori intraprendono poi processi di ristrutturazione del debito e turnaround proponendosi di contribuire al recupero e alla ricostruzione del valore distrutto dal fenomeno patologico. Per una più ampia definizione si guardi paragrafi sotto. Per approfondimento: cfr H. ROSENBERG, *The Vulture Investors*, 2000 p. 101 e ss; cfr G. MARIANI, *Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di turnaround*, 2012 p.91.

¹³⁹ Per approfondimento: cfr A.CORTESI, C. MANCINI, P.TETTAMANZI, *Contabilità e bilancio*, 2017 p. 130

¹⁴⁰ Per approfondimento: cfr F ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Fattispecie e forme*, 2017, p. 34 e ss.

Risparmio¹⁴¹, Società di Investimento a Capitale Variabile¹⁴², Società di Investimento a Capitale Fisso¹⁴³ e Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari¹⁴⁴. La

¹⁴¹ SGR (Società di Gestione del Risparmio) Intermediari finanziari istituiti con D.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza, TUF) e autorizzati dalla Banca d'Italia, dopo parere favorevole della CONSOB, alla prestazione del servizio di gestione collettiva e individuale del risparmio in Italia. Per legge devono essere società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia, possedere un capitale sociale di almeno un milione di euro (o anche di dimensioni inferiori se sussistono le condizioni indicate nel provvedimento della Banca d'Italia 8/5/2012), nonché opportuni requisiti di adeguatezza patrimoniale. L'operatività di una SGR consiste, a livello collettivo, nelle seguenti attività: promozione, costituzione e amministrazione di fondi comuni, istituiti direttamente dalla SGR o da altri fondi comuni di investimento.

Per approfondimento: cfr M.P. GENTILI, O. NAVA, *Gestori del risparmio: regole essenziali. Sgr, Sim, Sicav, fiduciarie, banche specialistiche e reti di vendita* 2006, p. 30 e ss; L. ZIANI, *SGR*, 2012 In https://www.treccani.it/enciclopedia/sgr-societa-di-gestione-del-risparmio_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/; cfr E TONELLI., *Le società di gestione del risparmio*, in A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999.

¹⁴² SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile). Rientrano nella categoria così denominata tutte le società che svolgono attività continua di offerta pubblica di titoli azionari (azioni nominative o al portatore) allo scopo di investire in valori mobiliari il patrimonio collettivo in tal modo raccolto. Le SICAV sono state introdotte dal D.lgs. 84/25 gennaio 1992 (la materia è stata successivamente razionalizzata dal D.lgs. 58/24 febbraio 1998). Come nei fondi comuni di investimento, l'investitore delle SICAV si avvantaggia perché, unendo il proprio patrimonio a quello di altri, può realizzare tipologie di investimenti altrimenti irraggiungibili, diversificando maggiormente il rischio. A differenza dei fondi d'investimento, tuttavia, il risparmiatore che acquista le azioni delle SICAV assume il ruolo di socio e può incidere con il proprio voto sulle operazioni mobiliari della società. Le SICAV sono soggette alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB. Per approfondimento: cfr M.P. GENTILI, O. NAVA, *Op. cit.* 2006, p. 30 e ss; TRECCANI, *SICAV*, In <https://www.treccani.it/enciclopedia/sicav/>.

¹⁴³ Per completezza di esposizione in merito agli OICR si riporta l'introduzione di uno specifico assetto; degno di nota è l'intervento normativo attuatosi per il tramite del decreto legislativo 30 aprile 2019 n 34" Misure urgenti di crescita economica per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi" che ha apportato modificazioni al TUF alla stregua di prevedere le SiS (Società di Investimento Semplici).

Le SiS rientrano nell'ambito degli OICR ma sono soggette alla disciplina della direttiva 2011/61/UE cd Direttiva AIFMD; tale direttiva prevede l'applicazione di un regime semplificato per i gestori cd sottosoglia e tali SiS sono soggette a tale regolamentazione in relazione alle loro: ridotte dimensioni e semplicità.

Il TUF definisce la SiS come FIA istituito sotto la veste di Società di Investimento a Capitale Fisso e specifica i suoi requisiti nell'articolo 1 co. 1 lett i-quater : " *quater) società di investimento semplice (SiS): il FIA italiano costituito in forma di Sicaf che gestisce direttamente il proprio patrimonio e che rispetta tutte le seguenti condizioni: 1) il patrimonio netto non eccede euro 25 milioni; 2) ha per oggetto esclusivo l'investimento diretto del patrimonio raccolto in PMI non quotate su mercati regolamentati di cui all'articolo 2 paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività, in deroga all'articolo 35-bis, comma 1, lettera f); 3) non ricorre alla leva finanziaria; 4) dispone di un capitale sociale almeno pari a quello previsto dall'articolo 2327 del codice civile, in deroga all'articolo 35-bis, comma 1, lettera c)*" Per approfondimento In <https://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob> BANCADITALIA, CONSOB, *Orientamenti di vigilanza in materia di società di investimento semplice*, in file:///C:/Users/acorsi/Downloads/orientamenti_consob_bi_20210706.pdf.

¹⁴⁴ OICVM (Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) Intermediari finanziari specializzati nell'investimento collettivo in valori mobiliari, introdotti nell'ordinamento italiano dal d. legisl. 84/1992 (direttiva 1985/611/CEE) e poi disciplinati dal Testo Unico della Finanza. Si tratta di organizzazioni il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo in valori mobiliari (strumenti finanziari che possono essere

garanzia dell'operatività di tali organismi è data dall'articolo 1 del TUF¹⁴⁵ che alla lettera K sancisce “*l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata*”.

Dalla definizione di OICR, è possibile identificare i tratti salienti di questi organismi. In primo luogo, il patrimonio raccolto costituisce un capitale separato rispetto a quello dei soggetti coinvolti, il che significa che il patrimonio dell'OICR è distinto dal patrimonio degli investitori. Inoltre, i patrimoni collettivi facenti capo all'OICR sono costituiti da una vasta gamma di investitori che partecipano in modo eterogeneo attraverso la sottoscrizione di quote. Infine, per quanto riguarda le politiche di gestione, la gerenza degli OICR è effettuata interamente presso la Euronext Securities Milan¹⁴⁶.

negoziati nel mercato dei capitali, quali per esempio. le azioni di società e altri titoli equivalenti, obbligazioni e altri titoli di debito) dei capitali raccolti presso il pubblico. Gli investimenti degli OICVM possono essere costituiti da: valori mobiliari e strumenti del mercato monetario che siano quotati o negoziati su un mercato regolamentato nazionale o di un altro Stato, o di nuova emissione. Per approfondimento. BALDAN, *Organismo di Investimento Collettivo di Valori Mobiliari*, 2022 in https://www.treccani.it/enciclopedia/oicvm-organismo-di-investimento-collettivo-in-valori-mobiliari_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

¹⁴⁵ Per approfondimento: Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58. In [86-dlgs58 1998 aggiornato DLGS 131 2022 \(consob.it\)](#).

¹⁴⁶ Euronext Securities Milan (ex Monte Titoli S.p.A.) è l'unica società italiana autorizzata da Banca d'Italia e Consob a gestire servizi di regolamento titoli; questi sono forniti tramite il sistema denominato Express II. Il “Regolamento operativo”, approvato dalle due autorità, disciplina l'organizzazione e il funzionamento di detti servizi. Tale regolamento integra al suo interno un sistema netto e uno lordo; esso ha un funzionamento basato su regole in linea con principi e standard condivisi in ambito internazionale ed è dotato di un particolare meccanismo che permette al sistema di determinare il risultato di regolamento ottimale, date le disponibilità in titoli e in contante dei partecipanti. Le operazioni effettuate nell'ambito dei sistemi di regolamento assumono carattere di definitività e non possono essere dichiarate inefficaci a seguito dell'effetto retroattivo dell'apertura di procedure concorsuali. La materia è attualmente disciplinata dalla direttiva 2009/44/CE (che ha modificato la direttiva 1998/26/CE), recepita con il D.lgs. 24 marzo 2011, n. 48. Nel 2008 Banca d'Italia e Consob hanno ravvisato l'opportunità di emanare un unico testo normativo, conosciuto come provvedimento unico al fine di consolidare le numerose fonti regolamentari all'epoca in vigore, che riguardavano fra l'altro: il funzionamento dei servizi di gestione accentrata, garanzia e liquidazione degli strumenti finanziari; la definitività degli ordini di trasferimento degli strumenti finanziari; la liquidazione delle insolvenze di mercato; le istruzioni di vigilanza per le società del post-trading; le linee-guida in materia di *business continuity* e di *outsourcing* di attività strategiche. Per

Riguardo all'operatività degli OICR, il patrimonio viene raccolto tra una pluralità di investitori attraverso l'emissione e l'offerta di quote ed azioni. Una volta raccolto, il patrimonio viene gestito dalla società di gestione del risparmio o da altre entità specializzate, in modo autonomo e nell'interesse degli investitori. Il patrimonio viene investito in una vasta gamma di strumenti finanziari, crediti (inclusi quelli erogati a favore di soggetti diversi dai consumatori), partecipazioni e altri beni mobili o immobili, sulla base di una politica di investimento predeterminata¹⁴⁷.

La normativa di dettaglio, per quanto concerne la categorizzazione di tali organismi, è distinta in: (i) OICR aperti, (ii) chiusi, (iii) alternativi. Gli OICR aperti sono connotati dalla possibilità accordata ai partecipanti di richiedere il rimborso delle quote. Gli OICR chiusi invece sono contraddistinti dal mantenimento costante della quota capitale; ciò implica che nel caso in cui si voglia disinvestire prima della liquidazione del fondo, sarà possibile solo nel caso in cui le quote di appartenenza dell'investitore saranno cedute nel mercato regolamentato ad un altro investitore. Con gli OICR alternativi si passa infine a particolari forme di strumenti finanziari, caratterizzati da un profilo più rischioso.

2.3.1 Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio che investono in crediti

Forte è l'esigenza di facilitare il ricorso a fonti di finanziamento alternative¹⁴⁸.

approfondimento: BANCA D'ITALIA, *Regolamento titoli* In <https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/regolamento-titoli/index.html>.

¹⁴⁷ Per approfondimento: cfr F ANNUNZIATA, *Op cit*, 2017, p. 40 e ss.

¹⁴⁸ Le radici di tale novella disciplina affondando nel periodo di perdurato *credit crunch* instauratasi a seguito della crisi economica del 2008. La crisi economica del 2008, anche nota come la Grande Recessione, è stata un periodo di grave turbolenza economica che ha colpito il mondo intero, inclusa l'Italia. La crisi è stata causata principalmente da una serie di fattori, tra cui la bolla immobiliare negli Stati Uniti, l'aumento dei tassi di interesse eccessivamente bassi e la proliferazione dei prestiti subprime, ovvero prestiti a rischio elevato concessi a persone con un basso rating di credito. Questi fattori hanno portato alla caduta del mercato immobiliare negli Stati Uniti e alla conseguente crisi finanziaria, che si è propagata a livello globale attraverso l'interconnessione dei mercati finanziari. In Italia, la crisi ha avuto un impatto significativo sull'economia, causando una forte contrazione del PIL e un aumento della disoccupazione. Per approfondimento cfr. M. LEWIS, *The Big Short* 2010 W. W. Norton & Company; *The Economist*, *The humbling of the West* 2008; *THE ECONOMIST*, *A global emergency*, 2008, Washington, in <https://www.economist.com/free-exchange/2008/10/22/emergency-markets>; *THE NEW YORK*, *Ten Years Later, a Look at Who Was Harmed by the Financial Crisis* 2018, in <https://www.nytimes.com/2018/09/21/podcasts/the-daily/financial-crisis-bailout-inequality.html>.

Il legislatore accorda, al ricorrere di particolari condizioni¹⁴⁹, la possibilità che gli organismi di investimenti collettivi possano erogare credito direttamente nei confronti di soggetti finanziati. La modifica apportata, tramite tale implementazione, è portatrice di un intervento di grande rilievo in quanto, apre l'accesso ad un'attività che sotto il vigore del Testo Unico Bancario è sottoposta a riserva bancaria.

Nel 2014¹⁵⁰ è stato emanato un decreto legislativo rimasto piuttosto lacunoso a cui ha fatto seguito il nuovo decreto legislativo del 2016¹⁵¹ che ha dato una maggiore definizione della normativa. Tale decreto è intervenuto introducendo nel Titolo III della Parte II del TUF il Capo II *quinquies*¹⁵² il quale disciplina analiticamente i Fondi Investimento Alternativi di credito.

¹⁴⁹ Tali condizioni possono essere sintetizzate come segue: (i) autorizzazione regolamentare: Gli organismi di investimento collettivo devono ottenere l'autorizzazione regolamentare o la licenza appropriata dalle autorità competenti per erogare credito. Le normative finanziarie stabiliscono i requisiti e i processi per ottenere tale autorizzazione; (ii) limiti e restrizioni: di solito, vengono imposti limiti e restrizioni alla quantità di credito che può essere erogato dai fondi di investimento collettivo. Questi limiti possono includere un limite massimo di esposizione a un determinato soggetto finanziato o una quota massima del portafoglio che può essere destinata al credito; (iii) diversificazione del portafoglio: gli organismi di investimento collettivo potrebbero essere tenuti a mantenere una diversificazione adeguata del proprio portafoglio di crediti, al fine di mitigare i rischi associati a un'eventuale insolvenza di un singolo soggetto finanziato. Ciò potrebbe richiedere una distribuzione equilibrata del credito tra diverse controparti (iv) valutazione del rischio: prima di erogare credito, gli organismi di investimento collettivo sono tenuti a condurre una valutazione approfondita del rischio associato al soggetto finanziato. Questa valutazione può includere l'analisi della solidità finanziaria, la capacità di rimborso e l'adeguatezza delle garanzie fornite dal soggetto finanziato; e (v) trasparenza e divulgazione: le normative finanziarie richiedono spesso che gli organismi di investimento collettivo forniscano informazioni trasparenti e complete sugli investimenti in credito. Ciò include la divulgazione delle politiche di investimento, delle strategie di gestione del rischio e delle eventuali commissioni o spese associate. Per approfondimento: E. GUFFANTI, P. SANNA, *I fondi di credito*, Le Soc 7/2016, p.7 in https://www.5lex.it/ufiles/files/577e612d8c41e2.825191301_ita.pdf?1467900.

¹⁵⁰ D.L. n. 91/2014 convertito in L. n. 116/2014 c.d. Decreto Competitività ha consentito agli OICR di erogare credito diretto e ha previsto la partecipazione degli OICR di credito alla centrale rischi. Il decreto ha modificato la nozione di OICR all'articolo 1 co.1 del TUF affermando che fra i crediti in cui il patrimonio del fondo può essere investito devono ritenersi inclusi anche quelli *erogati a valere sul patrimonio dell'OICR*. In conseguenza di questo intervento il TUF differisce due figure di crediti: (i) crediti in senso stretto, (ii) crediti erogati a valere sul patrimonio del fondo. Per approfondimento In <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/06/24/14G00105/sg>.

¹⁵¹ D.L. n. 18/2016 convertito in L. n. 49/2016 è intervenuto, nuovamente, escludendo l'erogazione di crediti nei confronti del consumatore. Il medesimo provvedimento ha, inoltre, inserito nel TUF un nuovo capo su "OICR di credito" in merito all'erogazione diretta di crediti da parte di FIA UE in Italia e alcune previsioni ulteriori sui FIA di credito italiani.

¹⁵² Sono stati inseriti gli articoli da 46 bis a 46 quater.

Per approfondimento cfr. <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1998-02-24;58!vig=>.

Particolare rilevanza viene data agli articoli 46 *bis* e *ter* del TUF¹⁵³, dalle quali si evince l'esclusione dell'applicazione di tale disciplina a quella particolare tipologia di Fondi di Investimento Alternativi che operano restrittivamente nel mercato secondario¹⁵⁴. Altra particolarità della disciplina, che sottolinea nuovamente l'esclusione della normativa ai fondi che non svolgono attività di erogazione diretta di crediti, si ritrova nella particolare disciplina autorizzativa di un Fondo di Investimento Alternativo europeo di credito, in quanto, in tale caso, l'articolo 46 *ter*, richiede un'autorizzazione da parte dell'autorità competente dello stato membro a investire in crediti.

2.4 Evoluzione, analisi tipologica e normativa dei fondi di ristrutturazione

Per affrontare l'argomento dei Fondi di Ristrutturazione è necessaria una ricognizione preliminare dei Fondi Comuni di Investimento¹⁵⁵, modello dal quale,

¹⁵³ Art. 46-bis (Erogazione diretta di crediti da parte di FIA italiani)

"I FIA italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, nel rispetto delle norme del presente decreto e delle relative disposizioni attuative adottate ai sensi degli articoli 6, comma 1, e 39".

La locuzione «a valere sul proprio patrimonio» rappresenta una formulazione un po' ambigua. Secondo alcuni, si è tentato di riportare tale modalità di concessione di finanziamenti all'interno della categoria degli investimenti. Per altri, invece, viene sancita la possibilità, per gli OICR, di «*impiegare il proprio patrimonio erogando credito diretto, e non solo rilevando crediti preesistenti*», vale a dire tramite credito cosiddetto "puro", originato direttamente dal fondo attraverso la conversione della dotazione patrimoniale iniziale in asset. Tale interpretazione pare essere confermata anche a livello di normativa secondaria dall'art. 4, co. 1, lett. e) del Regolamento del MEF n. 30/2015. È chiaro come, con la locuzione in esame, il legislatore abbia voluto introdurre delle ulteriori misure in ottica di ristrutturazione e salvaguardia degli asset. Per approfondimento: cfr BIASIN - SCIUTO, *Il fondo di credito diretto ("direct lending fund")*, in BBTC, 2016, p. 536 e ss.; E. GUFFANTI P. SANNA, *I fondi di credito*, in Soc., 2016, Vol. 7, p. 860 e ss https://www.5lex.it/ufiles/files/577e612d8c41e2.825191301_ita.pdf?1467900.

Art. 46-*ter* (Erogazione diretta di crediti da parte di FIA UE in Italia). Per approfondimento In [\(86dlgs58 1998 aggiornato DLGS 131 2022 \(consob.it\)\)](#).

¹⁵⁴ Per mercato secondario si intende il mercato finanziario in cui avviene lo scambio di titoli già in circolazione. Per approfondimento In: BORSA ITALIANA, *Mercato secondario*, in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-secondario.html>.

¹⁵⁵ In un'ottica ricostruttiva di tali modelli si nota che il primo fondo comune di investimento è di origine americana e risale al 1924. Le condizioni erano idonee per il successo del modello, il paese si era affermato come grande potenza economica, era sede di uno dei più efficienti mercati di Borsa (*New York Stock Exchange*). L'affermazione di tale modello (denominata *mutual funds*) è stata favorita oltre che da un *background* idoneo anche dalla disponibilità di un istituto cd Trust che consente la segregazione patrimoniale affidando il patrimonio dei risparmiatori a un soggetto giuridicamente separato e qualificato che sia in grado di investire tali risparmi. Inizialmente la loro regolamentazione era demandata all'*Investment Company Act of 1940*, solo in un secondo momento, e più precisamente, a seguito della recessione economica degli anni 30 furono istituiti obbligo di potere di vigilanza e regolamentazione più pregnante. Passando a un'analisi con un focus comparatistico in Gran Bretagna i primi fondi comuni denominati *unit trusts* prendono vita intorno al 1930 e posti sotto in controllo giuridico del Prevention of Fraud Act 1939. Situazione parzialmente differente la faccio osservando il panorama europeo, in Francia

secondo alcune ricostruzioni dottrinali, è derivata la particolare fattispecie di Fondo di Ristrutturazione.

Il nuovo codice della crisi, seppur di grande portata innovativa, trascura la disciplina degli OICR quale strumento potenzialmente risolutivo della situazione di crisi, ponendosi così in linea di continuità con la disciplina precedente. In particolare, si fa riferimento ai Fondi di Investimento Chiusi, che possono intervenire in aiuto dell'impresa *target* o tramite l'ingresso nella *governance* societaria oppure utilizzando il fondo come nuova finanza, in tal caso limitando però il loro campo di azione al solo lato finanziario.

Il classico modello operativo del “fondo comune di investimento¹⁵⁶” viene rielaborato nella nuova variante del “fondo di ristrutturazione”. Considerando la specifica

dal 1950 si iniziò a perseguire l'idea, non di immediata realizzazione, di arricchire il tessuto finanziario attraverso l'introduzione di tali tipologie di fondi. Nel 1964 presero forma le prime Sicav (*Sociétéés d'investissements a capital variable*). Nel 1979 sulla base di una normativa speciale nascono i *fonds communs de placement*, modello quasi in continuità con l'esempio statunitense. Nel 1983 viene istituita una tipologia di fondi ad hoc avente quale precipuo oggetto l'investimento in azioni di società non quotate. Sempre restando in Europa caso particolare è rappresentato dal Lussemburgo che a partire anni Cinquanta perseguì l'obiettivo di diventare un importante centro finanziario. Tramite l'entrata in vigore di una regolamentazione particolarmente permissiva si fece sì che un ingente numero di promotori prediligesse il Lussemburgo. Arrivando in Italia. Dopo interminabili discussioni e numerose proposte arenatesi in Parlamento, il primo disegno di legge risale al 1964, i fondi comuni di investimento vengono introdotti nell'ordinamento italiano con la legge 23 marzo 1983, n. 77, e iniziano ad operare nell'anno successivo. Le ragioni di tanto ritardo sono numerose e si possono ricondurre alla generale situazione di arretratezza del sistema finanziario italiano e alle carenze rilevabili nella disciplina delle società e dei mercati. Sotto il primo profilo basti richiamare che il mercato era caratterizzato dalla prevalenza assoluta delle relazioni di credito e dell'intermediazione bancaria. Da un lato, i risparmiatori esprimevano una netta preferenza per i depositi bancari e per i titoli di stato, apprezzati gli uni per il loro grado di liquidità, gli altri per l'assenza di rischio di rimborso e l'elevata remunerazione. La legge 23 marzo 1974, n. 216, che delinea una prima modernizzazione della legislazione societaria e permette l'istituzione della Consob come organismo pubblico di controllo del funzionamento della Borsa e dell'informativa imposta alle società ammesse a quotazione, migliora in qualche misura la situazione. Al tempo stesso per soddisfare le loro pressanti esigenze di diversificazione degli strumenti di investimento vengono proposte agli investitori italiani, accanto a numerosi titoli cosiddetti atipici di qualità assai dubbia, anche quote di fondi comuni di diritto estero, domiciliati per lo più in Lussemburgo e promossi soprattutto da intermediari italiani. Le attese degli operatori e dell'opinione pubblica nei confronti dei nuovi organismi non vanno deluse. Il primo fondo nasce nel giugno 1984 e nel triennio 1985-87 vengono complessivamente costituiti, ad opera di 37 società di gestione, una settantina di fondi il cui patrimonio raggiunge rapidamente circa 60 miliardi di lire. Pur essendo relativamente poco numerosi i fondi azionari e quelli bilanciati, il loro intervento sul mercato dà avvio ad un consistente, ma effimero, rialzo di Borsa e ad un certo aumento del numero di società con azioni quotate. Per approfondimento: cfr. F. CESARINI, P. GUALTIERI, *fondi comuni di investimento* il Mulino 2006 pp. 24-30.

¹⁵⁶I Fondi comuni di investimento rientrano nella categoria degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e sono veicoli di investimento che svolgono la funzione di riunire le risorse finanziarie di una pluralità di risparmiatori in un unico patrimonio indifferenziato che viene investito in attività finanziarie. d.lgs. 58/1998 Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, (TUIF) all'art.1 definisce il fondo

politica di gestione di tali fondi che ha ad oggetto, appunto, la “ristrutturazione” di crediti problematici verso imprese in crisi, occorrerà verificare se e con quali limitazioni si possa delineare un nuovo modello di “fondo comune di investimento”, al fine della sua corretta collocazione nel vigente e articolato quadro normativo.

Lo schema operativo del fondo di ristrutturazione, imperniato sul modello del “fondo comune di investimento”, comporta nella sua fase iniziale il conferimento e/o cessione dei crediti *underperforming*¹⁵⁷, detenuti dalle banche, ad un “fondo comune di investimento”. Tramite tale cessione verrà a formarsi l’originario nucleo patrimoniale che sarà, in seguito, oggetto di gestione. Come corrispettivo della cessione, alle banche cedenti viene riconosciuta l’attribuzione delle quote del fondo. I crediti oggetto di conferimento saranno quindi “gestiti” professionalmente dalla Società di Gestione del Risparmio. Obiettivo di tale gestione sarà la “ristrutturazione”, agevolando, in tal modo,

comune di investimento come un “*patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte*”. Il patrimonio di un fondo comune è costituito dal complesso di beni, strumenti finanziari, crediti, liquidità o altri beni, conferiti dai partecipanti; è autonomo poiché è un’entità giuridicamente distinta sia dai patrimoni dei singoli partecipanti, sia dal patrimonio del gestore (separazione patrimoniale). La partecipazione a un fondo comune di investimento è possibile mediante la sottoscrizione di quote rappresentate da appositi certificati emessi dal fondo stesso. Tali quote incorporano uguali diritti e sono tutte di uguale valore. Ogni partecipante acquisisce il diritto su una parte del patrimonio, proporzionale al proprio conferimento. In tal modo egli si assume anche il rischio derivante dagli investimenti effettuati dal gestore. Il valore di ogni quota viene calcolato quotidianamente e pubblicato su almeno due quotidiani a diffusione nazionale; esso si ottiene dal rapporto tra il valore netto del patrimonio del fondo (ossia il controvalore di tutte le attività presenti in portafoglio al netto di eventuali oneri) ed il numero delle quote in circolazione. Il patrimonio del fondo deve essere gestito in monte nel rispetto di una serie di regole finalizzate a ridurre i rischi degli investimenti e a produrre un rendimento. Ciò determina l'impossibilità, da parte del singolo partecipante, di influire sulle modalità di gestione del fondo e sulle scelte di investimento. La struttura di un fondo comune prevede la presenza di tre diverse entità: la Società di Gestione, la Banca Depositaria, i partecipanti. Le attività svolte da questi soggetti sono sottoposte al controllo pubblico attraverso il Ministero dell'Economia, la Banca d'Italia e la Consob. La società di gestione esercita le funzioni di amministrazione e investimento dei fondi raccolti, mentre la banca depositaria quelle di custodia dei titoli e di controllo dell'attività svolta dalla Sgr. I fondi comuni di investimento si distinguono in diverse categorie, in funzione di alcune caratteristiche rilevanti:(i) in base alla variabilità del patrimonio i fondi comuni possono essere aperti o chiusi;(ii) in base al regime di commercializzazione delle quote i fondi comuni possono essere armonizzati o non armonizzati; soltanto per i primi è prevista la possibilità di vendere le quote in qualsiasi paese dell'Unione Europea senza dover richiedere l'autorizzazione dell'autorità di vigilanza di ogni stato membro (regime del mutuo riconoscimento);(iii) in base agli obiettivi strategici e alle attività oggetto di investimento si distingue tra fondi mobiliari, fondi immobiliari e fondi pensione;(iv) in base alla modalità nella distribuzione dei proventi possono essere fondi ad accumulazione dei proventi. Per approfondimento: BORSA ITALIANA, *Fondo comune di investimento* in [Fondo Comune di Investimento - Glossario Finanziario - Borsa Italiana](#).

¹⁵⁷ *Non-Performing Loans* - NPL ossia i crediti deteriorati sono esposizioni verso soggetti che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria, non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali. Per approfondimento: M. Cotugno, *Gestione e valutazione dei Non Performing Loans*, 2018 p. 20 e ss.

la fuoriuscita dell'impresa *target* dalla crisi. Sotto tale visuale, dunque, l'oggetto della gestione non sono propriamente i "crediti" in quanto tali, autonomamente e singolarmente considerati, quanto piuttosto l'impresa debitrice versante in stato di crisi.

Elemento vincente di questo schema sta nella possibilità del fondo di subentrare in una quota rilevante dell'indebitamento dell'impresa in crisi e sottoposta a ristrutturazione; solo con tale ingerenza si raggiungerà lo scopo di questo schema di gestione¹⁵⁸.

In tal senso si assisterà alla messa in atto di un processo di ristrutturazione, situazione molto diversa dalla posizione di partenza contraddistinta da una pluralità di posizioni creditorie facenti capo ad un numero cospicuo di istituti di credito. Volendo analizzare gli apporti di tale fondo in capo ad ambedue i soggetti, impresa in crisi e istituti di crediti, si nota che dal lato dell'impresa in crisi, questa concentrazione delle posizioni creditorie comporterà una semplificazione dell'intervento di ristrutturazione. Dal lato delle banche cedenti ciò si riflette in una pulizia dei bilanci, nella liberazione di risorse per effetto della *derecognition*¹⁵⁹, nella razionalizzazione organizzativa, nel conseguente contenimento dei costi e nel miglioramento delle prospettive di *recovery* di quei crediti problematici.

Altro aspetto importante e funzionale ad un efficiente processo di ristrutturazione dell'impresa in crisi è la disponibilità di c.d. nuova finanza. A tal fine, i modelli operativi prevedono un intervento del "fondo di ristrutturazione" anche su tale fronte, suddividendo la sua operatività su distinti comparti. Infatti, a latere del principale e tipico "comparto crediti ristrutturando", spesso si riscontra la presenza di un accessorio "comparto nuova

¹⁵⁸ Il fondo attua una iniezione di nuova finanza all' interno dell'impresa *target* ovvero si ingerisce nella *governance* societaria. Lo scopo primario di tale tipo di costruzione è quello di mettere in piedi un vero e proprio processo di ristrutturazione dell'impresa. Tale elemento è il più significativo differenziale rispetto alla cessione dei crediti deteriorati a un veicolo di cartolarizzazione.

¹⁵⁹ L'istituto della *derecognition* è previsto nel IFRS 9 e consiste nell'eliminazione e la rimozione dal bilancio di un'entità di un'attività o passività finanziaria precedentemente rilevata. Un'attività finanziaria deve essere eliminata se i diritti contrattuali dell'entità sui flussi finanziari dell'attività sono scaduti o se l'attività è stata trasferita a terzi. Per approfondimento V. RUSSO, *Derecognition valutativa dei crediti da IFRS 9 con rilevanza IRES*, 2019 in <https://www.eutekne.it/Servizi/EutekneInfo/Recensione.aspx?ID=736984>; A. BONISSONI, M. CITARELLA *Il trattamento in bilancio del trasferimento di crediti unlikely to pay in cambio di quote di "fondi di ristrutturazione*, 2020 in <https://www.dirittobancario.it/art/il-trattamento-bilancio-del-trasferimento-di-crediti-unlikely-pay-cambio-quote-fondi-ristrutturazione/>.

finanza”, destinato proprio a supportare la ristrutturazione delle imprese *target* attraverso appunto l'erogazione di nuova finanza.

Con l'intenzione di dare una visione più ampia del fenomeno e menzionare le varie soluzioni individuate, è interessante effettuare una breve analisi sulle origini di un altro strumento che investe in aziende con elevato rischio di insolvenza¹⁶⁰. Ad oggi, infatti, sono numerosi i fondi chiusi che operano principalmente in attività imprenditoriali *distressed*¹⁶¹. La nascita dei *Vulture*¹⁶² *investing*¹⁶³ è stata favorita proprio dalle situazioni di crisi finanziaria in cui molte aziende si sono trovate. Le gravi difficoltà economiche e finanziarie in cui le aziende vertevano, hanno aperto spazi per l'entrata di investitori disposti ad acquistare a prezzi molto bassi. Questi investitori, noti appunto come *Vulture funds*, hanno colto l'opportunità di trarre profitto dal divario tra il prezzo svalutato delle attività e il loro reale valore. Il fenomeno rimase, inizialmente, latente ed esplose verso la metà degli anni 80¹⁶⁴ a seguito di altri crolli del mercato statunitense.

¹⁶⁰ Secondo la definizione data dall' Associazione italiana del private equity e del venture capital (AIFI) tali *vulture funds* svolgono “attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento, ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine”.

¹⁶¹ Sono stati dati loro diversi nomi, quali “*Reorganization fund*”, “*Turnaround fund*”, “*Vulture fund*”, “*Workout fund*”. Alcuni Esempi dei più importanti *vulture funds* (i) Apollo Management (USA) (ii) Bayside Capital (USA) (iii) Orlando Management S.A. (Lussemburgo) (iv) EQT Partners (Svezia). Per approfondimento: Cfr P.H NESVOLD., J.M ANAPOLSKY., A.R LAJOUX., *The art of distressed M&A*, Mc Graw Hill, USA, 2011 p 93; M WIRZ *Vulture fund (and Goldman) Top Ranking of Private-Debt Providers*, The Wall Street Journal, www.wsj.com 30 Agosto 2013.

¹⁶² Interessante nell'ottica di un inquadramento completo di tale tipo di strumento è l'intervista esemplare l'intervista a Mark Rowan, partner fondatore di uno dei più noti fondi avvoltoio al mondo, l'“Apollo Management”, presso la Wharton University della Pennsylvania: “*La strategia su cui abbiamo fatto affidamento da vent'anni a questa parte è l'investimento distressed. [...] Piuttosto che cercare acquisizioni seguendo la tradizionale moda del private equity, noi impieghiamo il nostro set di abilità di investimento, comprando titoli di debito, prestiti bancari, debito subordinato, etc., di imprese fundamentalmente valide, ma che risultano troppo indebitate, e noi periamo tramite una specifica procedura insieme con i creditori – talvolta in accordi extra-giudiziali, talvolta in processi giudiziari – e finiamo fiduciosamente con il prendere il controllo di una struttura del capitale fundamentalmente buona e a ottimo prezzo*”. Per approfondimento: Intervista a Marc Rowan, partner fondatore del fondo Apollo Management, *The Best Returns Follow Chaos*, www.knowledge.wharton.upenn.edu, 2009 Wharton University of Pennsylvania.

¹⁶³ Max Heine creò, negli anni successivi rispetto all'insorgenza della crisi, il cd Mutual Shares Fund. Per approfondimento In <https://www.nytimes.com/1986/09/10/business/market-place-funds-focus-bankruptcies.html>.

¹⁶⁴ Il crollo del mercato azionario degli Stati Uniti del 19 ottobre 1987 cd “*Black monday*” fu un tracollo importante nella storia economica del paese, in un solo giorno la borsa di New York perse il 22,6 % di capitalizzazione. Il crollo del mercato azionario è stato causato da diversi fattori, tra cui l'aumento dei tassi di interesse, la speculazione eccessiva e l'eccessivo indebitamento delle aziende. Il crollo originò dalla Borsa di Hong Kong e ad ebbe un effetto domino contagiando su tutti i mercati. Le cause di ciò non hanno

Questi crolli hanno creato un terreno fertile per l'entrata dei *vulture funds*¹⁶⁵ che hanno trovato molte aziende in difficoltà e con prezzi delle azioni molto bassi. Gli strumenti utilizzati possono essere inseriti nei fondi di *private equity*¹⁶⁶, istituiti nella forma di fondi

mai avuto un'univoca definizione; sul piano macroeconomico, prima del *black monday*, l'economia statunitense e di conseguenza mondiale navigava in buone acque. Successivamente al verificarsi dell'increscioso evento negli Stati Uniti fu istituita una commissione ad hoc che indagando attribuì la responsabilità alle strategie nell'erogazione di credito note quali *index arbitrage* e *portfolio insurance*. L'*index arbitrage* consisteva nell'acquistare o vendere contemporaneamente un indice di borsa e le singole azioni che lo componevano, sfruttando le differenze di prezzo tra i due mercati. La *portfolio insurance* invece era una strategia di gestione del rischio utilizzata dalle società di gestione patrimoniale, che prevedeva l'utilizzo di strumenti finanziari come i *Futures* per proteggere le proprie posizioni azionarie. Ambedue le strategie avevano lo scopo di mantenere allineati i prezzi dei *Futures* e delle relative azioni, ma la commissione giudicò che esse avessero avuto un effetto destabilizzante sulla borsa, poiché avrebbero causato una grande quantità di vendite automatiche in caso di movimenti di prezzo improvvisi. Si creò così un flusso quasi infinito di *stop-order*, dal momento che i prezzi dei *Futures* erano inferiori di circa il 20% a quelli delle azioni; il mercato iniziò così a scendere rapidamente, diffondendo il panico in tutti gli altri operatori economici. Per approfondimento cfr F. ROSSI, *Le cause del crollo del 1987*, 2018 (<https://startingfinance.com/approfondimenti/cause-del-crollo-1987/>); (https://www.repubblica.it/economia/2017/10/19/news/black_monday_30_anni-178707045/). Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms" <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-PTFMM-1988/pdf/GPO-PTFMM-1988-4-1.pdf>.

¹⁶⁵ Il loro intervento fu facilitato anche dall'entrata in vigore del *Bankruptcy code* promulgato nel 1978. I *Vulture Funds* e il suddetto codice vantano un collegamento nel momento in cui i fondi spesso cercano di sfruttare le disposizioni del codice fallimentare per ottenere il massimo profitto possibile dalle loro attività. Ad esempio, un *vulture fund* potrebbe acquistare debiti di un'azienda in bancarotta e poi cercare di influenzare il processo di ristrutturazione o di liquidazione per ottenere il massimo ritorno possibile sui propri investimenti. Inoltre, tali fondi potrebbero utilizzare procedure legali aggressive per cercare di riscuotere il massimo possibile dai debitori in difficoltà. Tali fondi possono tornare anche molto utile nei processi di ristrutturazione del debito sovrano in quanto offrono liquidità ai creditori che non intendono più mantenere i loro titoli di debito. Se da un lato quindi il loro intervento può avere dei margini di positività; secondo altri autori tali fondi, se impiegati soprattutto nei paesi in via di sviluppo, comportano un'influenza negativa nell'economia del paese accrescendo il rischio di default.

In argomento: L. Bini SMAGHI, V. UGAZ, *Vulture funds: a better understanding of the role of alternative investors in the restructuring of sovereign debts*, 2014 in (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2187.pdf>)

M. G. FINDLEY, K. P. GALLAGHER, *Vulture Funds and the Ethics of Sovereign Debt* in *Business Ethics Quarterly*: <https://www.jstor.org/stable/10.5840/beq20112151>; A. GELPERN, *Vulture Funds, Predatory Investors and the Debt Restructuring Debate* su Peterson Institute for International Economics 2016: <https://www.piie.com/system/files/documents/wp/gelpern2013-11.pdf>.

¹⁶⁶Ricompresi sotto la categoria dei fondi di *private equity*, possono comportarsi anche come *hedge funds*. Tali figure sono strettamente collegate in quanto, ambedue, si riferiscono all'investimento in attività finanziarie in difficoltà. Tuttavia, ci sono alcune differenze: *Vulture funds* si concentrano principalmente sull'acquisto di azioni o attività di aziende in difficoltà finanziarie, mentre i *distressed hedge fund* si concentrano sull'acquisto di obbligazioni o prestiti bancari ad elevato sconto. Per approfondimento cfr. R. LEGNANI, *L'intervento degli operatori di Private Equity nelle situazioni di crisi*, Atlantis Capital Special Situation; W. GALBIATI, *I distressed fund, come fare business investendo nelle aziende in difficoltà*, 2006www.laRepubblica.it,

chiusi di investimento che sono soliti acquistare obbligazioni o prestiti bancari ad elevato sconto.

Tra le tipologie di modelli esaminati, i fondi di ristrutturazione possono essere classificati come dei modelli ibridi. Essi condividono infatti alcune caratteristiche sia con i fondi di *private equity* sia con gli *hedge fund*¹⁶⁷; più nello specifico, essi sono assimilabili ai primi per la possibilità di detenere partecipazione di società in crisi, mentre con i secondi condividono la possibilità di assumere posizioni *short*¹⁶⁸ sui titoli della società *target*.

L'operatività di tale fondo è eterogenea e può assumere diverse connotazioni in base al particolare strumento finanziario oggetto di investimento. Vari sono stati gli interventi dottrinali volti a creare una divisione per macro-categorie nell'eterogeneità degli strumenti presenti. *In primis* troviamo una classificazione elaborata da Perrini¹⁶⁹ secondo cui i *vulture funds* possono essere divisi in: (i) i c.d *Troubled security funds* aventi come precipuo oggetto di investimento i *distressed equity Securities* che

¹⁶⁷ Sono fondi che gestiscono il denaro affidato loro dagli investitori con obiettivi e tecniche decisamente eterogenei. Il primo fondo hedge è stato creato nel 1949 da Alfred Winslow Jones. Occupandosi di borsa e investimenti, Jones arrivò a sviluppare una tecnica di gestione che puntava a ridurre il rischio connesso all'andamento del mercato e contemporaneamente realizzare rendimenti elevati. Per raggiungere questi obiettivi divergenti Jones pensò di utilizzare modalità operative non consentite ai fondi normali (*mutual funds*), sfruttando una falla nella normativa americana a quell'epoca vigente. L'obiettivo di realizzare rendimenti elevati poteva essere perseguito nell'idea di Jones acquistando titoli azionari ritenuti sottovalutati (o comunque destinati ad apprezzarsi) e vendendo allo scoperto titoli dalle caratteristiche opposte, ovvero sopravvalutati (o comunque destinati a deprezzarsi). In questo modo l'esposizione del portafoglio risultava immunizzata rispetto all'andamento del mercato: il rendimento non era quindi in balia del succedersi dei periodi "toro" e "orso" ma dipendeva esclusivamente dalla qualità della scelta dei titoli (*stock selection* o *stock picking*). Per ottenere rendimenti elevati Jones sfruttava invece la leva finanziaria, ovvero investiva capitali superiori alla dotazione del fondo utilizzando denaro preso in prestito. Per approfondimento: BORSA ITALIANA, *Hedge Fund: cos'è e come funziona un Fondo speculativo*, 2019 Milano In <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>.

¹⁶⁸ Per posizione *short* si intendono le vendite allo scoperto sui titoli. Si tratta di posizione su corto periodo con titoli a scadenza ravvicinata. sovente l'espressione è utilizzata nel mercato dei derivati quando si prevede che il titolo andrà in ribasso. Per approfondimento: D. R. STRACHMAN, *Short selling: Finding Uncommon Short Ideas*, John Wiley & Sons, 2010; <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/short-selling.htm>.

¹⁶⁹ Perrini (1197) ascrive tale modello alla più ampia regolamentazione dei *venture capitals* definendoli quali investitori specializzati in merito a un o specifico *target* ovvero aziende che versano in stato di squilibrio finanziario ed economico. Così definita unica differenziazione tra il modello oggetto di dissertazione e i *venture capital*, si denota nel perimetro di eterogeneità in cui i secondi di ascrivono. I *vulture capital* diventa, così, un sotto insieme connotato per aver un *target* circoscritto. Per approfondimento: Cfr A. DANOVÌ, J TANGHETTI, *Credito non performing e fondi di ristrutturazione nel contesto italiano*” rapporto OCRI 2019/2020.

rappresentano quote di aziende con problemi finanziari e (ii) *vulture funds* aventi come oggetto di investimento i *distressed debt securities* ovvero azioni o titoli di debito di aziende insolventi.

Da ultimo si analizza l'operatività pratica di tali fondi. Essi possono operare in differenti modi e seguendo diverse strategie di gestione dei crediti deteriorati. Tra le modalità si riportano: (i) *active control*, (ii) *active non control*, (iii) *passive*.

La prima modalità è connotata da una cospicua attività da parte del fondo, che impiega risorse finanziarie al fine di acquisire il controllo dell'impresa *target*¹⁷⁰. Tale tipologia non è limitata temporalmente, spesso vedono la loro conclusione una volta finalizzato il processo di *restructuring*.

La seconda modalità: *active non control*, si identifica e differenzia dalla prima per il fatto che i soggetti operanti prendono parte al processo di ristrutturazione senza però entrare nella governance societaria. Le loro attività si concludono all'incirca in un biennio. L'ultima tipologia: *passive*, è completamente differenziata dalle precedenti in quanto i fondi non prendono parte attiva all'interno del processo di ristrutturazione.

2.4.1 Inquadramento normativo

Quando si cerca di definire il concetto di fondi di ristrutturazione, spesso si parte dall'analisi dei fondi comuni di investimento, come già precedentemente detto. Sono considerati come un punto di riferimento nella costruzione della definizione dei fondi di ristrutturazione, poiché entrambi i tipi di fondi hanno l'obiettivo di investire in strumenti finanziari con l'intento di ottenere un ritorno economico. Tuttavia, mentre i fondi comuni di investimento si concentrano principalmente su titoli azionari o obbligazionari di società solide e redditizie, i fondi di ristrutturazione sono specializzati nell'acquisto di strumenti finanziari problematici o in difficoltà, come obbligazioni o prestiti bancari a rischio di *default*. Inoltre, i fondi di ristrutturazione hanno lo scopo di ristrutturare l'impresa emittente di tali strumenti finanziari attraverso il cambiamento del management o la riduzione dei costi; raggiunto lo scopo, l'obiettivo finale è il ripristino della situazione

¹⁷⁰ Solitamente il *target* di tale tipologia di fondi che adottano tale strategia sono le grandi e medie imprese. La strategia è ascrivibile sotto molteplici aspetti ai fondi di *private equity* differenziandosi per lo strumento con il quale mirano ad assumere il controllo del *target*, nel primo caso debito bancario, nel secondo strumento di *equity*. Per approfondimento: BANCA D'ITALIA, *Questioni di Economia e Finanza, Il private equity in Italia: una analisi sulle "imprese target"*, Pubblicazione interna, 2011.

finanziaria dell'impresa per ottenere così un ritorno sull'investimento. Il fenomeno non ha ad oggi costituito oggetto di specifico intervento legislativo, benché si moltiplichino i richiami alla necessità di intervenire per creare un ambiente normativo che sia quanto più funzionale per questi innovativi modelli di gestione problematica dei crediti *Non Performing Loans*.

Seppur privi di una definizione e normazione specifica, tuttavia possono ricavarsi alcune definizioni a loro applicabili. Secondo la definizione data dalla Consob “*i fondi comuni di investimento sono strumenti gestiti da società di risparmio che riuniscono le somme di più risparmiatori che le investono come unico patrimonio in attività finanziarie*¹⁷¹”. Nei fondi di ristrutturazione, il patrimonio iniziale si origina dal conferimento ovvero cessione di crediti *non performing*¹⁷², detenuti dalle banche. Con l’obiettivo di dare una definizione di tali fondi, intesi come strumento di investimento, si possono assimilare alla speciale tipologia dei Fondi investimento alternativi, FIA.

Per limitarsi alle fonti più autorevoli, si può citare il *working paper* del Fondo Monetario Internazionale¹⁷³, laddove tra le modalità di intervento per una gestione efficiente di NPL suggeriva il ricorso alle AMC¹⁷⁴s, ponendo l’accento proprio sul fatto

¹⁷¹ Per approfondimento: CONSOB, *I fondi comuni* in [I fondi comuni - EDUCAZIONE FINANZIARIA - CONSOB](#).

¹⁷² Con il termine *crediti non performing* si intendono in crediti deteriorati delle banche (in inglese Non-Performing Loans - NPLs) sono esposizioni verso soggetti che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria, non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali. Le definizioni di crediti deteriorati adottate dalla Banca d'Italia sono quelle armonizzate a livello dell'*Single Supervisory Mechanism*, riflettenti i criteri pubblicati nel 2013 dall'Autorità Bancaria Europea. Tuttavia, si è ritenuto di preservare nelle statistiche italiane un maggiore dettaglio e la continuità delle serie storiche relative alle sottocategorie utilizzate in precedenza. Ciò permette di evidenziare il sottoinsieme di crediti deteriorati derivanti da situazioni di maggiore gravità. Le tre vigenti sottoclassi di crediti deteriorati sono le “*sofferenze*”, le “*inadempienze probabili*”, le “*esposizioni scadute o sconfinanti*”. In particolare: (i) le sofferenze sono esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili; (ii) le inadempienze probabili sono esposizioni per le quali la banca valuta improbabile, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni contrattuali; (iii) le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate sono esposizioni scadute o eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni e oltre una predefinita soglia di rilevanza. Per approfondimento: BANCA D'ITALIA, *I crediti deteriorati, (Non-Performing Loans-NPLs) del sistema bancario italiano* In [Banca d'Italia - I crediti deteriorati \(Non-Performing Loans - NPLs\) del sistema bancario italiano \(bancaditalia.it\)](#) Per una più approfondita dissertazione in merito vedasi capitolo 3.

¹⁷³ Per approfondimento: BANCA CENTRALE EUROPEA, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati NPL*, 2017 in https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf.

¹⁷⁴ Per approfondimento: cfr .M.MANDICO, *Op. cit.* p.34.

che «AMCs can help address creditor coordination problems and strengthen loan restructuring by consolidating liabilities and allowing a single reditor to negotiate a reorganization plan with the debtor», ovvero ai «corporate restructuring vehicles (CRVs¹⁷⁵)». In tal senso viene correttamente rilevato come «the CRVs allowed banks to partner with outside investors, both domestic and overseas, to rehabilitate distressed companies. They gave banks more options to manage their NPLs and raise their recovery value. To operative effectively, they required a supportive regulatory, tax and market environment. In addition, to ensure the proper incentives for disposal and avoid the risk of hiding bad assets, it was important that the transfer of assets was done at fair market value and in a transparent manner». A livello interno, degna di nota è la consultazione di “Banca di Italia in merito alle Linee guida per le Banche less significant in materia di gestione di crediti deteriorati”¹⁷⁶ nella parte in cui tali Linee Guida indicano che “il modello operativo in questione vede normalmente l’apporto di NPL, vantati nei confronti di una serie di debitori corporate a loro comuni, da una pluralità di banche ad un veicolo (nella forma di fondo comune AMC, CRV) a fronte dell’attribuzione in contropartita di quote-units del veicolo stesso; [...] il veicolo procederà alla gestione attiva in “pool” degli NPL oggetto di apporto, con una diversificazione del rischio di credito facente capo

¹⁷⁵ I veicoli di ristrutturazione aziendale (*Corporate Restructuring Vehicle*, CRV) sono entità create allo scopo di ristrutturare un'azienda in difficoltà o in difficoltà. I CRV sono in genere istituiti da società di private equity, hedge fund o altre istituzioni finanziarie e vengono utilizzati per acquisire e ristrutturare le aziende in difficoltà al fine di risolverle e infine venderle con un profitto. Il processo di ristrutturazione di un'azienda attraverso un CRV prevede una serie di fasi, tra cui l'acquisizione dell'azienda in difficoltà, la negoziazione con i creditori e le altre parti interessate, lo sviluppo e l'attuazione di un piano di ristrutturazione e, infine, la vendita dell'azienda o la sua quotazione in borsa. L'obiettivo della CRV è massimizzare il valore per tutti gli stakeholder, compresi gli azionisti, i creditori e i dipendenti, migliorando la performance finanziaria dell'azienda e rendendola più attraente per i potenziali acquirenti.

Le CRV svolgono un ruolo importante nell'aiutare le aziende a superare le sfide della ristrutturazione, fornendo loro le risorse finanziarie e le competenze necessarie per risolvere le loro attività. Tuttavia, come per ogni investimento, esistono anche dei rischi, tra cui la possibilità che l'azienda non sia in grado di attuare con successo il suo piano di ristrutturazione, il potenziale di rischi operativi e finanziari e la possibilità di perdite finanziarie significative per gli investitori. Per questo motivo, è importante che gli investitori considerino attentamente i rischi e i benefici dell'investimento in CRV prima di prendere una decisione. Per approfondimento: A. PAHUJA, R. VERMA, *Corporate Restructuring: Creating Value for the Organizations Icfaian Journal of Management Research*, Vol. VI, No. 3, 2015 p: 76-81. In https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2622939_code783983.pdf?abstractid=2622939; cfr S. G. GILSON, *Creating Value Through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*, 2010.

¹⁷⁶ Per approfondimento: CBA-STUDIO-LEGALE-E-TRIBUTARIO, *Linee guida per le banche less significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati* <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2017/linee-guida-less-significant/CBA-Studio-Legale-e-Tributario.pdf>.

originariamente a ciascuna banca conferente con una politica gestora caratterizzata da una finalità non tanto di mero recupero/incasso di NPL ma piuttosto di ristrutturazione dell'impresa debitrice in stato di crisi“

Da tutte queste definizioni, emergono i connotati dello strumento ovvero un fondo che acquisisce posizioni problematiche dalle banche concedendo, alle cedenti, quote¹⁷⁷ del fondo. Le quote del fondo corrispondono al valore, adeguatamente e prontamente svalutato, del credito ceduto. Le banche, dal canto loro, acquisiscono immediatamente la possibilità di operare una *derecognition* dei crediti deteriorati dai loro bilanci. Acquisendo delle quote, la banca diventa partecipante del fondo con la conseguente possibilità di godere del recupero di valore su crediti. I benefici di tale modello sono riscontrabili nell'abbattimento dei costi che le banche avrebbero dovuto sostenere nel caso in cui avrebbero dovuto operare, internamente, processi di ristrutturazione, oltre alla maggiore celerità ed innalzamento di possibilità di recupero dell'impresa in stato di crisi.

Per tipizzare i Fondi di Ristrutturazione, tentando di ascriverli sotto una determinata categoria, si procede per differenziazione rispetto ad altre tipologie ampiamente normate.

¹⁷⁷ L'assegnazione delle quote alle banche avviene in conseguenza di un processo di adesione e valutazione delle posizioni, stimate su base omogenea.

In primis si cerca di capire il rapporto tra tale tipologia di OICR e i fondi di *private equity*¹⁷⁸. Parte della dottrina¹⁷⁹ evidenzia che è errata la completa assimilazione a tale figura in quanto sicuramente, in via di prassi, i fondi di ristrutturazione sono compresi nei fondi di *private equity*, esistendo comunque differenze tra gli stessi.

Una differenza è nell'oggetto dell'investimento in quanto, rispettivamente, investiranno in strumenti di *equity* o quasi *equity* e in crediti¹⁸⁰, dovendosi di conseguenza determinare le regole alle quali sottoporre i fondi. Come anticipato, attuare una assimilazione tra le due fattispecie potrebbe determinare l'applicazione di regole non in linea con il modello di fondo di ristrutturazione. Infatti, l'assimilazione comporterebbe l'applicabilità della disciplina di vigilanza bancaria che non sarebbe idonea ma, al contrario, potrebbe portare ad una congestione della disciplina banca industria.

¹⁷⁸ Per *private Equity* si intende l'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo. È una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (*high grow companies*) effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. L'attività di *private equity* non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma concerne anche una serie di attività connesse e strumentali alla realizzazione dell'idea imprenditoriale; fondamentale è l'apporto professionale dello stesso investitore nell'attività della società, di fatto questi partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Lo stesso investitore istituzionale può essere una figura di prestigio dell'ambiente finanziario, comportando notorietà per l'azienda stessa e facendo sì che il mercato stesso manifesti fiducia nella società al momento della sua quotazione. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale si ha quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore tende ad abbandonare nel momento in cui si rende conto che la situazione di crisi è totalmente irreversibile. Il disinvestimento può avvenire: (i) con la quotazione in Borsa dei titoli della partecipata, (ii) con la vendita dei titoli ad un'altra società o investitore istituzionale, (iii) con il riacquisto della partecipazione da parte del gruppo imprenditoriale originario e (iv) con la vendita a nuovi e vecchi soci. Per approfondimento: BORSA ITALIANA, *Private Equity* in [Private Equity - Glossario Finanziario - Borsa Italiana](#).

¹⁷⁹ Per approfondimento P. CÀRRERE, *I "fondi comuni di ristrutturazione": ricostruzione tipologica e inquadramento sistematico di una nuova fattispecie di oicr*, 2016 <https://www.dirittobancario.it/art/fondi-comuni-di-ristrutturazione-ricostruzione-tipologica-e-inquadramento> .

¹⁸⁰ La possibilità, per certi versi fisiologica, che il loro patrimonio venga, nel corso della vita del fondo, investito in strumenti finanziari, soprattutto di *equity*, o quasi-*equity*, è legata poi essenzialmente a successive operazioni di "conversione" che fossero funzionali alla più efficiente ristrutturazione dell'impresa *target* debitrice e, quindi, nell'ottica di una migliore "recovery" dei crediti oggetto di investimento iniziale.

Oggetto primario dei fondi di ristrutturazione sono i crediti, spesso *non performing*, vantati dal sistema bancario verso imprese in crisi¹⁸¹. In merito all'oggetto specifico di tale tipologia di fondi è necessario prestare attenzione poiché l'oggetto di investimento non è riconducibile ai crediti in generale, ma alla particolare categoria di "crediti problematici" vantati da imprese in crisi nei confronti del sistema bancario. Al fine di determinarne le caratteristiche tipologiche è necessario verificare quale particolare tipologia di OICR ha come oggetto primario l'investimento in crediti.

2.4.2 Analisi dei due comparti: crediti ristrutturati e nuova finanza

Lo schema operativo a cui facciamo riferimento è quello del "fondo comune di investimento", in particolare un Fondo di Investimento Alternativo, chiuso, riservato, di diritto italiano, articolato in due comparti¹⁸²: il Comparto Crediti e il Comparto Nuova Finanza. Nella sua fase iniziale il Fondo vede l'"apporto" (sotto forma di cessione con contestuale compensazione del debito da sottoscrizione delle quote) di crediti "problematici", detenuti da una serie di banche, al Comparto Crediti. Viene così a formarsi l'originario nucleo patrimoniale oggetto di gestione, a fronte della contestuale attribuzione delle quote del Fondo stesso alle banche cedenti. I crediti che sono oggetto di apporto saranno gestiti dalla SGR in modo professionale, seguendo una politica di gestione che mira principalmente alla "ristrutturazione" di tali crediti. L'obiettivo finale è consentire alle imprese *target*, che si trovano in situazione di crisi, di uscire da tale situazione e massimizzare il tasso del *recovery rate*¹⁸³.

¹⁸¹ Quando si parla di crediti *non performing* derivanti da imprese in crisi, ci si riferisce ai crediti che le imprese non sono in grado di rimborsare a causa di difficoltà finanziarie. Queste difficoltà possono essere causate da molteplici fattori, come una cattiva gestione finanziaria, una diminuzione della domanda dei prodotti o servizi dell'impresa, la concorrenza, cambiamenti normativi o difficoltà macroeconomiche.

Per approfondimento BANCA CENTRALE EUROPEA, *Non-performing loans in the euro area: stocktaking and Challenges*, 2018 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.nonperformingloans201810.en.pdf>.

¹⁸² Per approfondimento cfr. P. CARRIERE, *Op. cit.* 2016 in <https://www.dirittobancario.it/art/fondi-comuni-di-ristrutturazione-ricostruzione-tipologica-e-inquadramento>.

¹⁸³ Il termine "*recovery rate*" si riferisce al tasso di recupero, ovvero la percentuale del valore originale di un prestito o di un'obbligazione che viene restituito agli investitori dopo un evento di *default*. Tale tasso dipende da vari fattori, come la posizione dell'investitore nella struttura del debito dell'azienda emittente, la forza del mercato in cui l'emittente opera, la qualità degli asset dell'emittente e la gravità dell'evento di *default*. In generale, un *recovery rate* più alto indica un minor rischio per gli investitori. Per approfondimento: A. MATTA, *Approcci matematico-statistici alla valutazione del rischio di credito*, in https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/App_mat_stat.pdf; cfr T. BIELECKI., M RUTOWSKI., *Credit Risk: modeling, valuation and hedging*, Springer, 2002; P SCHÖNBUCHER., *The pricing of credit risk and credit risk derivatives*, University of Bonn, Department of Statistics, 2000.

Occorre, ora, soffermarsi sul primo comparto del fondo di ristrutturazione: Comparto Crediti. Ponendo in primis il focus sull'inquadramento normativo, tradizionale, di tale Comparto, bisogna porre l'attenzione alle classi di beni che possono essere oggetto di "investimento". L'art. 10¹⁸⁴ del Regolamento MEF impone innanzitutto che gli OICR che investono in «*crediti o titoli rappresentativi di crediti*» debbano essere necessariamente istituiti in forma chiusa¹⁸⁵. Sempre a livello di inquadramento sistematico generale il medesimo art. 10, al comma 6, prevede che la sottoscrizione dei FIA riservati possa avvenire anche mediante «*conferimento di beni in natura o di crediti*». Circoscritti così i fondi sotto il novero di Fondi di Investimento Riservati, la normativa di dettaglio è rimessa al regolamento del singolo, specifico, fondo. Vengono, ad esempio, rimessi alla normativa dello specifico fondo la decisione, l'individuazione delle particolari tipologie di beni in cui il patrimonio potrà essere investito, le politiche gestorie intraprese. In particolare, nella normativa secondaria l'"investimento" in "crediti" viene ad assumere uno specifico tratto tipologico: all'interno della macrocategoria dei «*FIA chiusi non riservati a investitori professionali*» possono ritrovarsi due distinte tipologie di fondi che hanno ad oggetto l'investimento in crediti: (i) «*FIA istituiti per realizzare*

¹⁸⁴ Art. 10 (FIA italiani chiusi e modalità di partecipazione) Per approfondimento In <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/19/15G00041/sg>.

¹⁸⁵ La forma chiusa a cui è soggetta la costituzione dell'OICR implica che il numero di partecipanti è limitato e il capitale iniziale del fondo viene raccolto inizialmente tramite una raccolta di fondi, in cui gli investitori si impegnano a fornire una determinata quantità di denaro per un periodo di tempo specifico. La ratio di tale obbligo risiede principalmente in 3 motivi: (i) minimizzare il rischio di liquidità: limitare il numero di partecipanti consente di ridurre il rischio di liquidità, ovvero il rischio che l'investitore non sia in grado di vendere la propria quota del fondo quando lo desidera. Poiché gli investimenti di questi fondi sono spesso meno liquidi di quelli di altri fondi, come ad esempio i fondi comuni di investimento, limitare il numero di partecipanti aiuta a garantire che il fondo possa soddisfare eventuali richieste di riscatto. (ii) Maggiore flessibilità nella gestione del portafoglio: la gestione di un OICR di credito richiede una conoscenza specializzata del settore bancario e finanziario. Limitando il numero di partecipanti, i gestori del fondo possono mantenere una maggiore flessibilità nella gestione del portafoglio, poiché hanno meno richieste di investimento e riscatto da gestire. (iii) Maggiore controllo sulle attività del fondo: istituire un OICR di credito in forma chiusa consente anche di mantenere un maggiore controllo sulle attività del fondo, poiché i gestori del fondo possono limitare il numero di partecipanti ai soli investitori qualificati e istituzionali che dispongono di un'elevata conoscenza dei mercati finanziari e dei rischi associati agli investimenti. Per approfondimento: BANCA D'ITALIA, *Regolamentazione degli OICR di credito* in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/istruttivi/provvedimenti/2018/oicr-credito-regolamentazione/index.html>; CONSOB, *OICR di credito*, in http://www.consob.it/main/documenti/oicr/oicr_di_credito.html.

operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130¹⁸⁶, (ii) «i FIA che investono in beni di cui al par. 1, lett. e), diversi da quelli istituiti per la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione» ovvero i “fondi che investono in crediti”.

Nell’ambito, invece, dei Fondi di Investimento Alternativi riservati, sono poi oggetto di specifica considerazione e disciplina (iii) i «fondi che investono in crediti»¹⁸⁷. I tratti peculiari che vengono di conseguenza abbinati alla categoria così individuata attentano, nel caso *sub i*), alla circostanza che il patrimonio del fondo debba essere interamente investito nei crediti oggetto di cartolarizzazione; nei due assimilabili casi *sub ii) e iii)*, la disciplina speciale attiene essenzialmente ai comuni profili della concentrazione dei rischi, della durata che devono presentare i crediti oggetto di investimento (che non può eccedere quella del fondo) e dei limiti all’utilizzo della leva finanziaria. Nella sola ipotesi *sub ii)* si prevede una propria disciplina con riguardo all’utilizzo degli strumenti derivati¹⁸⁸ ammessi solo con finalità di copertura del rischio.

¹⁸⁶ Tramite l’utilizzo di tali fondi possono essere realizzate operazioni di cartolarizzazione. Questa pratica è nata negli anni '70 negli Stati Uniti, successivamente è stata introdotta in Italia nel 1999 dalla legge 130/1999. Questo ha portato ad un aumento significativo delle operazioni di cartolarizzazione a causa dei vantaggi che questa pratica offre. Inoltre la cartolarizzazione è stata definita dall'articolo 4, paragrafo 61, del Regolamento (UE) n. 575/2013 come : “un’operazione o uno schema in cui il rischio di credito associato ad un’esposizione o ad un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti aventi le due seguenti caratteristiche: a) i pagamenti effettuati nell’ambito dell’operazione o dello schema dipendono dalla performance dell’esposizione o del portafoglio di esposizioni; b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell’operazione o dello schema“. Il Regolamento (UE) 2017/2402, volto a disegnare un nuovo quadro normativo europeo relativo alle cartolarizzazioni, aggiunge: «l’operazione o lo schema non crea esposizioni che possiedono tutte le caratteristiche elencate all’art. 147, paragrafo 8, del regolamento (UE) n. 575/2013 In merito all’operatività del meccanismo, in primis deve essere individuato il portafoglio dei crediti. Questi crediti sono detenuti da una banca, ovvero da un intermediario finanziario che nel contesto della cartolarizzazione prenderanno il nome di *Originator*. Il portafoglio, grazie al principio di separazione patrimoniale, è tenuto distinto dal resto del patrimonio e viene ceduto pro soluto o pro solvendo ad una società veicolo (*Special Purpose Vehicle*, SPV). La società per finanziare l’acquisto del portafoglio crediti emette dei titoli denominati *Asset Backed Securities* ABS. Per brevità di trattazione non si riportano tutti i soggetti facenti parte dell’operazione. Per approfondimento Cfr M. DAMILANO, *La securitisation dei crediti*, Torino, 2000 pp. 11-19-73; Legge 130/99 in <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1999-04-30;130>; Regolamento (UE) n. 575/2013 in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=celex:32013R0575>.

¹⁸⁷ Per approfondimento P. SANNA E. GUFFANTI, *Op. cit.* Le Soc. 7/8 2019 p.1008 in https://www.5lex.it/ufiles/files/59ad259bbb00d0.49454981_eng.pdf?1504519738.

¹⁸⁸ Gli strumenti derivati sono contratti finanziari il cui valore dipende dal valore di un altro strumento finanziario, denominato "sottostante". In altre parole, il valore di un derivato è legato all’indice economico di un altro strumento finanziario, come ad esempio azioni, indici, materie prime, tassi di interesse o valute. Gli strumenti derivati includono opzioni, futures, swap e contratti a termine. L’utilizzo di tali strumenti

Passando dunque a valutare la riconducibilità dei Fondi di Ristrutturazione, con particolare riguardo al Comparto Crediti, alle tipologie citate, possiamo innanzitutto escludere che essi siano riconducibili, in toto, alla categoria dei «*FIA istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti ai sensi della legge 30 aprile 1999, n. 130*». Pur potendosi individuare, anche se parzialmente, elementi di convergenza tra il fenomeno della cartolarizzazione dei crediti *ex l. 30 aprile 1999, n. 130* e quello di un fondo che investa in “crediti deteriorati” non sono tuttavia qui rintracciabili i tratti tipici della fattispecie della cartolarizzazione. La differenza più notevole risiede nel diverso obiettivo che contraddistingue tali strumenti. I fondi di cartolarizzazione sono utilizzati principalmente come strumento di finanziamento e di gestione del rischio di credito, mentre i fondi di ristrutturazione sono utilizzati per acquisire attività aziendali in difficoltà con l'obiettivo di riorganizzarle e rivenderle a un prezzo superiore.

Nello specifico, i fondi di cartolarizzazione sono fondi di investimento che acquistano pacchetti di attivi finanziari e li trasformano in titoli finanziari che possono essere venduti agli investitori. In altre parole, il fondo acquista un portafoglio di prestiti o crediti e li trasforma in obbligazioni o titoli che vengono venduti sul mercato. In particolare, la struttura dell'operazione risulta essere la seguente: la banca, cede i crediti (*crediti performing, Unlike to Pay, No Performing Loans*) a un veicolo di

derivati, in relazione agli OICR di credito, è limitato solo alla funzione di copertura. Le ragioni di tali limitazioni sono riscontrabili in: (i) limitare il rischio di mercato: gli OICR di credito sono investiti principalmente in strumenti finanziari emessi da istituti di credito, il che significa che sono esposti al rischio di credito del settore bancario. Utilizzando gli strumenti derivati per coprire questo rischio, i gestori del fondo possono limitare l'impatto di eventuali volatilità di mercato (ii) proteggere la stabilità del fondo: gli OICR di credito sono spesso considerati strumenti di investimento a basso rischio, in quanto investono in strumenti finanziari garantiti dalle banche. L'utilizzo di strumenti derivati per scopi diversi dalla copertura potrebbe aumentare il rischio del fondo e mettere in pericolo la sua stabilità (iii) rispettare i requisiti normativi: gli OICR di credito sono soggetti a una serie di regolamentazioni e requisiti normativi. Ad esempio, il Regolamento Ue n. 231/2013 impone limiti sull'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei fondi di investimento. Utilizzando gli strumenti derivati solo per scopi di copertura, i gestori del fondo possono rispettare questi requisiti normativi. Per approfondimento: BANCA D'ITALIA, *OICR di credito e strumenti derivati*: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/istruttivi/provvedimenti/2018/oicr-credito-regolamentazione/index.html>; CONSOB, *OICR di credito e strumenti derivati*: <http://www.consob.it/main/documenti/oicr/oicr-di-credito.html>; MEF, *OICR di credito e strumenti derivati*: <http://www.mef.gov.it/focus/investire-in-finanza/fondi-di-investimento/oicr-di-credito.html>; EUR-LEX, *Regolamento Ue n. 231/2013*: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0231&from=IT>. Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti finanziari derivati*, Vol. 3 p. 212-215; R. SERAFINI, *Derivati di credito, Cartolarizzazioni, Cartolarizzazioni sintetiche*, 2019 p. 5 e ss.

cartolarizzazione cd *Special Purpose Vehicle (SPV)*. La *SPV*, per finanziare l'acquisto del portafoglio, emetterà dei titoli cd *Asset Backed Securities (ABS)*. Questo tipo di fondi può essere utilizzato da banche o altre società finanziarie per liberare il proprio bilancio da attivi illiquidi, trasferendoli a un fondo di cartolarizzazione e ricevendo in cambio titoli finanziari che possono essere venduti sul mercato. I fondi di cartolarizzazione sono quindi utilizzati principalmente come strumento di finanziamento e di gestione del rischio di credito.

I fondi di ristrutturazione, noti anche come fondi *distressed*¹⁸⁹, sono fondi di investimento che acquistano attività aziendali in difficoltà (come, ad esempio, aziende insolventi o in difficoltà finanziarie) con l'obiettivo di riorganizzarle e rivenderle a un prezzo superiore. In altre parole, questi fondi acquistano società o attività in difficoltà per cercare di ristrutturarle e renderle nuovamente redditizie. I fondi di ristrutturazione sono utilizzati principalmente da investitori istituzionali, come ad esempio fondi pensione¹⁹⁰ o compagnie di assicurazione, che cercano di ottenere un alto rendimento attraverso investimenti ad elevato rischio.

Sotto il profilo giuridico, i fondi di ristrutturazione sono regolamentati dalla direttiva europea 2011/61/UE e dal Decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria)¹⁹¹. In particolare, va sottolineato come diversa sia nelle due ipotesi dei "fondi di cartolarizzazione" e dei "Fondi di Ristrutturazione" la composizione del substrato patrimoniale. Nel caso dei "fondi di cartolarizzazione", infatti, il patrimonio poteva essere costituito, inizialmente, solo da crediti¹⁹²; al contrario, nei "Fondi di Ristrutturazione".

¹⁸⁹ Per approfondimento: E. FISHER, G.D. DEMPSEY, *Distressed Debt Analysis: Strategies for Speculative Investor*, 2004 p. 167 e ss.

¹⁹⁰ Per approfondimento: cfr E. BOCCHIALINI, *Fondi pensione e investimenti immobiliari*, 2013, Milano, p. 13; M ENTORUZZO, *La disciplina regolamentare in materia di fondi pensione*, in Riv. soc., 1997

¹⁹¹ Per approfondimento: F. J. FABOZZI & M. CHOUDHRY, *the Handbook of Structured Finance*, 2011; S Moyer, *Distressed Debt Analysis: Strategies for Speculative Investor*, 2004; F.J FABOZZI, *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, 2008.

¹⁹² Tale vincolo di costituzione del patrimonio esclusivamente dai crediti è stato sorpassato in quanto con esplicito rimando all'articolo 7,1 co 3 della legge 130/99 il patrimonio di tali fondi può essere costituito anche da "azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente". Per approfondimento: www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/2022/06/23/72/p2/pdf.

Inoltre, per le due tipologie di fondo diversa è la filosofia applicata alla gestione del patrimonio: nel caso dei "fondi di cartolarizzazione" si tratta di un approccio conservativo, con lo scopo del recupero dei crediti e del loro incasso, mentre nel caso dei "Fondi di Ristrutturazione" si tratta di una filosofia di natura dinamica ed evolutiva rivolta più all'impresa debitrice in stato di crisi, piuttosto che ai crediti in quanto tali.

Dall'analisi in merito alla riconducibilità dei Fondi di Ristrutturazione ai "fondi che investono in crediti" discenderà poi l'applicabilità o meno dei vincoli prudenziali¹⁹³, attinenti al grado di concentrazione, alla durata dei crediti e all'utilizzo della leva finanziaria¹⁹⁴.

Al fine di procedere ad una complessiva e corretta analisi, è necessario rifocalizzare l'attenzione sull'individuazione dei tratti tipici che presenta la nuova tipologia di fondi alla quale il Fondo di Ristrutturazione appartiene. Nonostante la descrizione possa far pensare che il bene oggetto di investimento sia solamente costituito dai crediti, in realtà il lavoro di questi fondi non si limita alla ristrutturazione degli stessi. Infatti, essi si occupano di analizzare l'intera situazione dell'impresa in crisi e, attraverso una serie di negoziazioni, cercano di rinegoziare le condizioni di rimborso del debito in modo da salvaguardare l'impresa stessa e ottenere un ritorno sull'investimento. Questo tipo di attività di gestione richiede competenze specifiche e una conoscenza dettagliata delle dinamiche finanziarie e aziendali dell'impresa in questione. I crediti rappresentano

Per approfondimento <https://onelegale.wolterskluwer.it/normativa/legge-30-04-1999-n-130/10LX0000123883ART11?pathId=e331dda5285e1>.

¹⁹³ I vincoli prudenziali attinenti al grado di concentrazione sono delle regole che impongono alle istituzioni finanziarie di limitare l'esposizione a singoli debitori o gruppi di debitori. Questi vincoli hanno l'obiettivo di ridurre il rischio di credito dell'istituto finanziario e di garantire la sua solidità patrimoniale.

In particolare, i vincoli prudenziali di concentrazione sono stabiliti a livello normativo e possono riguardare diversi aspetti, come ad esempio: (i) il limite massimo di esposizione a un singolo debitore o gruppo di debitori, espresso come percentuale del patrimonio dell'istituto finanziario; (ii) la diversificazione dell'attività di credito, con l'obiettivo di ridurre la concentrazione dei rischi su settori o aree geografiche specifiche; (iii) la verifica costante del grado di concentrazione dell'istituto finanziario, attraverso l'analisi periodica della composizione del portafoglio crediti.

¹⁹⁴ La leva finanziaria è uno strumento che dà la possibilità al soggetto di acquistare o vendere attività finanziarie per ammontare maggiore rispetto al capitale da questi posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante. Per approfondimento: CONSOB, *La leva finanziaria* in <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>.

il tipico, ma non esclusivo, oggetto di investimento solo nella fase iniziale della gestione del fondo¹⁹⁵.

Nel corso delle dinamiche di amministrazione da parte della società di gestione del risparmio, i crediti subiscono spesso una trasformazione. È infatti comune che i crediti vengano convertiti in strumenti finanziari, di *equity* o *quasi-equity*, strumenti finanziari partecipativi di *equity* o di debito¹⁹⁶, durante l'evoluzione del patrimonio gestito dalle Società di gestione del risparmio.

In sintesi, l'attività di gestione svolta dai fondi di ristrutturazione non si limita all'investimento in crediti problematici di imprese in crisi, ma prevede una gestione attiva del patrimonio del fondo che tenderà a trasformarsi nel corso del tempo, anche in strumenti finanziari partecipativi e di *equity*. Pertanto, tali fondi si pongono in un territorio intermedio tra i fondi di private *equity* e quelli che investono esclusivamente in crediti.

In particolare, i fondi che investono in crediti hanno come obiettivo il recupero e l'incasso dei crediti problematici, mentre i fondi di ristrutturazione perseguono una filosofia gestoria più ampia e dinamica, finalizzata alla ristrutturazione e alla trasformazione dei crediti problematici in strumenti finanziari più complessi e remunerativi.

Dopo aver stilato un elenco delle varie differenziazioni, tuttavia si nota che la tipologia di fondi si avvicina molto ai Fondi di Investimento Alternativi creati per la cartolarizzazione dei crediti ai sensi della legge del 30 aprile 1999, n. 130. Sebbene non siano completamente identici, presentano elementi simili. Le norme prudenziali che regolano questi fondi come la concentrazione dei rischi e la durata dei crediti¹⁹⁷ sono coerenti con la loro filosofia di recupero e incasso dei crediti del patrimonio. È per questo

¹⁹⁵ Per approfondimento: cfr A. DANOVI, J.TANGHETTI, *Op cit*, 2018/2019 p. 39 e ss

¹⁹⁶ Per approfondimento: A. DANOVI, J.TANGHETTI, *Op cit*, 2018/2019 p. 37 e ss; P. CARRIERE, *Op, Cit* in <https://www.dirittobancario.it/art/fondi-comuni-di-ristrutturazione-ricostruzione-tipologica-e-inquadramento>.

¹⁹⁷ Le norme prudenziali concernenti la concentrazione dei rischi e la durata sono idonee a garantire la solidità e stabilità degli stessi fondi e a tutelare gli investitori. In particolare, incominciando, dall'aspetto relativo alla concentrazione dei rischi, la normativa prevede limiti alla concentrazione dei rischi che un fondo può assumere, al fine di evitare che il *default* di uno dei crediti possa espandersi all'intero patrimonio. Per ciò che concerne la durata dei crediti, i fondi di ristrutturazione devono garantire che la durata dei crediti sottostanti non superi quella del fondo stesso. In altre parole, il fondo deve avere una durata maggiore o uguale a quella dei crediti sottostanti, al fine di garantire la continuità della gestione del fondo e non creare rischi di liquidità.

che la durata dei crediti non può superare quella del fondo. Inoltre, non è ragionevole interpretare in modo generico la locuzione "fondi che investono in crediti" facendo sì, che si applichi a qualsiasi tipo di fondo che investa in crediti occasionalmente, ma non in modo programmato. In tal caso, i crediti dovrebbero sempre rispettare i limiti di concentrazione dei rischi e durata previsti. Si può giungere a questa conclusione attraverso due argomenti interpretativi. In primo luogo, se la "durata" fosse stata intesa come un elemento qualificante di ogni "credito", ovvero come una categoria generale di beni in cui un Organismo Investimento Collettivo del Risparmio può investire il suo patrimonio, questo elemento sarebbe stato esplicitamente indicato nella definizione generale dell'articolo 4, comma 1, lett. e) del Regolamento MEF del 19 maggio 2021, n. 99¹⁹⁸.

In secondo luogo, non sarebbe plausibile interpretare la locuzione "fondi che investono in crediti" in modo generico, come riferita a qualsiasi tipo di fondo che investa occasionalmente o non programmaticamente in "crediti". Ciò implicherebbe che tali crediti debbano sempre rispettare i limiti di concentrazione dei rischi e di durata previsti dalle disposizioni. Tale interpretazione sarebbe però in contrasto con la natura e la filosofia dei fondi che investono in crediti, i quali tipicamente perseguono una politica gestionale conservativa e finalizzata al recupero e all'incasso dei crediti, piuttosto che alla conversione, cessione o dismissione dei crediti non ancora scaduti.

Dalla valutazione di alcuni aspetti della normativa in questione, come ad esempio: il limite di concentrazione dei rischi e il limite di leva finanziaria, emerge che essa non si applica specificatamente ai singoli crediti in cui il fondo investe, ma si riferisce strutturalmente all'intero patrimonio del fondo che, si presume, sia composto principalmente o integralmente da crediti. Inoltre, se la durata fosse un elemento qualificante per ogni singolo credito, come detto già sopra, sarebbe stato necessario

¹⁹⁸ L'art. 4, comma 1, lett. e) del Regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) è una norma che stabilisce le tipologie di beni in cui possono investire gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), ovvero i fondi comuni di investimento. In particolare, la lettera e) prevede che gli OICR possano investire in "*strumenti del mercato monetario e crediti, inclusi i titoli di credito e i diritti di prelazione su beni immobili, purché con scadenza residua non superiore a diciotto mesi*". Questa disposizione stabilisce quindi il limite massimo di durata dei crediti in cui gli OICR possono investire. In <https://www.gazzettaufficiale.it>.

specificarlo esplicitamente nelle definizioni generali previste dal Regolamento MEF del 19 maggio 2021, n. 99.

Con l’emanazione del D.L. n. 18 del 14 febbraio 2016¹⁹⁹ – convertito con modificazioni dalla l. 8 aprile 2016, n. 49 – che introduce nella Parte II, Titolo III, del T.U.F. il nuovo Capo II-quinquies, rubricato “*Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio di credito*” (nuovi articoli da 46-bis a 46-quater) è stata definitivamente confermata la possibilità, anche per i Fondi Investimento Alternativi (e non solo quelli italiani ma anche, a certe condizioni, quelli UE) di effettuare attività di concessione di finanziamenti, purché a favore di soggetti mutuatari diversi dai consumatori. È venuta così a delinearsi una specifica disciplina ed a regularsi l’attività che, come visto, costituisce spesso per i Fondi di Ristrutturazione il naturale complemento dell’attività di “investimento” in crediti ristrutturanti²⁰⁰.

Nell’ottica di delineare un quadro normativo idoneo all’inquadramento della fattispecie “OICR che investono in crediti” si procede a un’elencazione delle più salienti modifiche rispetto all’assetto originario.

Con l’intervento modificatore del 2014²⁰¹ si è provveduto ad un allargamento della definizione di OICR dando la possibilità di erogare credito diretto tramite: (i) l’inciso “*inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell’OICR*”²⁰², e (ii) prevedendo la partecipazione degli OICR di crediti alla centrale rischi.

Il D.L. del 2016 è nuovamente intervenuto sul piano definitorio compiendo, però, una restrizione escludendo l’erogazione dei crediti nei confronti dei consumatori. In concomitanza, ha inserito nel TUF un nuovo capo sugli OICR di credito riguardante l’erogazione diretta di crediti da parte di Fondi Investimento Alternativi Europei in Italia e talune previsioni ulteriori sui Fondi Investimento Alternativi di credito italiani. Preme evidenziare come la disposizione in esame sia di natura “prudenziale”, dal momento che si limita a disciplinare alcune regole di condotta che dovranno essere adottate dai fondi

¹⁹⁹ Per approfondimento: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/02/15/16G00025/sg%20>.

²⁰⁰ Per approfondimento: Cfr. E GUFFANTI, P SANNA, *I fondi di credito* Le Società 7/2016, pp 860 e ss

²⁰¹ DECRETO LEGISLATIVO 21 febbraio 2014, n. 21 Attuazione della direttiva 2011/83/UE sui diritti dei consumatori, recante modifica delle direttive 93/13/CEE e 1999/44/CE e che abroga le direttive 85/577/CEE e 97/7/CE. In <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/03/11/14G00033/sg>.

²⁰²Le erogazioni vengono effettuate utilizzando i soldi che fanno parte del patrimonio dell’OICR, ovvero del fondo stesso, invece che utilizzando altre fonti di finanziamento esterne.

in questione per lo svolgimento dell'attività. In particolare, si prevede che si estenda, nei confronti degli stessi, la disciplina della trasparenza e le disposizioni sulle sanzioni amministrative del Testo Unico Bancario²⁰³.

La portata riformante di tali interventi ha spinto Banca di Italia ad emanare modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015 completando, così, il quadro regolamentare.

A fronte dei vari interventi riguardanti le modifiche definitorie, è lacunosa la disciplina in merito all'individuazione, puntuale, del perimetro di attività di un fondo che investe in crediti. In merito è intervenuta Banca di Italia affermando che “*si osserva che il TUB e i relativi provvedimenti di attuazione riconducono nell'ambito della riserva di attività di concessione di finanziamenti anche l'acquisto di crediti a titolo oneroso, nei limiti di quanto previsto dal DM 53/2015²⁰⁴. In tal senso, appare coerente con un'interpretazione logico sistematica dell'art 46-ter far coincidere l'ambito di applicazione oggettivo di questa norma con l'attività di concessione di finanziamenti di cui all'articolo 106 TUB²⁰⁵*”. Da tale riferimento può notarsi che gli OICR di credito possono svolgere tutte le forme di finanziamento riconosciute agli intermediari ex art 106 TUB. Secondo tale orientamento, le norme in materia di Fondi di Investimento Alternativi

²⁰³ Il TUB e TUF stabiliscono le sanzioni amministrative applicabili quando si violano le norme contenute nel testo unico ovvero le istruzioni impartite dalle autorità di controllo. Nello specifico gli articoli 145 TUB e 195 TUF stabiliscono le procedure da adottare per irrogare le sanzioni. La procedura descritta nell'art. 145 del Testo unico bancario rappresenta il modello di riferimento nella disciplina delle sanzioni finanziarie. Questa procedura serve da base per le violazioni delle norme riguardanti le attività di intermediazione mobiliare. Per approfondimento cfr. http://www.icri.it/wpcontent/uploads/2012/04/128_ripartizione_funzioni_vigilanza_consob_BI_sanzioni_IMPORTANTE.pdf.

²⁰⁴ Per approfondimento cfr. DECRETO 2 aprile 2015, n. 53 - Normativa.

²⁰⁵ “Articolo 106 (Albo degli intermediari finanziari)

1. L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.
2. Oltre alle attività di cui al comma 1 gli intermediari finanziari possono: a) emettere moneta elettronica e prestare servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114-quinquies, comma 4, e iscritti nel relativo albo, oppure prestare solo servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114-novies, comma 4, e iscritti nel relativo albo; b) prestare servizi di investimento se autorizzati ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; c) esercitare le altre attività a loro eventualmente consentite dalla legge nonché attività connesse o strumentali, nel rispetto delle disposizioni dettate dalla Banca d'Italia.
3. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico “. Per approfondimento cfr. TITOLO (bancaditalia.it)

riguarderebbero sia i fondi *origination* che quelli *participation*. Ancora dall' articolo 106 TUB deriva che anche l'acquisto di crediti a titolo oneroso²⁰⁶ sia riconducibile nell'ambito della riserva di attività di “*concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma*”.

I Fondi di Investimento Alternativi di credito diretto possono assumere forme variegata, tra le quali: (i) *loan origination fund*²⁰⁷ ossia fondi che operano tramite erogazione diretta di finanziamenti valenti sul proprio patrimonio e nei confronti di soggetti diversi dai consumatori; (ii) fondi misti ovvero fondi che operano sia mediante erogazione diretta di finanziamenti che mediante acquisizione di crediti dal mercato secondario; (iv) *loan participation fund*²⁰⁸, che investono in crediti esclusivamente mediante acquisto sul mercato secondario (v) fondi 130 ossia quelli istituiti per realizzare le operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

L'operatività degli OICR di credito è condizionata e limitata da specifiche caratteristiche, tra le quali degne di nota: (i) forma necessariamente chiusa, (ii) norme per contenimento e frazionamento del rischio, (iii) specifici requisiti in merito alla gestione del rischio del credito.

Per poter proseguire in maniera idonea la trattazione, è ora necessario inserire alcune specifiche relativamente alla caratteristica della forma chiusa ed alla differenziazione tra Fondi Investimento Alternativi riservati e non riservati.

²⁰⁶ Per approfondimento: Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA, *La nuova disciplina dei fondi di credito*. Le società 8-9/2017 pp 1008 ss.

²⁰⁷ Per approfondimento: Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA, *Op. cit.* pp 1008 ss.

²⁰⁸ Tali *loan participation funds* sarebbero, sostanzialmente, idonei di attuare investimenti in crediti già, precedentemente, erogati senza dover sottostare alla disciplina del TUF. Per approfondimento Cfr. E. GUFFANTI, P. SANNA *Op Cit.* pp 1008 ss.

Il fondo chiuso trova la sua cornice normativa nell'articolo 10²⁰⁹ comma 1 del DM 30/2015²¹⁰ che afferma che il fondo deve essere istituito in forma chiusa, quando l'investimento in crediti e titoli rappresentativi di crediti ivi inclusi è superiore al 20%. L'imposizione della forma chiusa prevede un *iter* complesso di disinvestimento delle quote nel caso in cui ciò avvenga precedentemente alla liquidazione del fondo. Per *bypassare* tale limitazione, sono predisposte alcune mitigazioni come, ad esempio, il ricorso al meccanismo del rimborso anticipato delle quote.

Contrapposto alla tipologia di *cui* sopra si annota la presenza di un'altra tipologia di fondo: i c.d. *fondi aperti*. In merito, degna di segnalazione, in quanto ha apportato rilevanti modifiche, è la direttiva AIFMD²¹¹. Grazie ad essa si è abbandonato il precedente orientamento di definire fondo aperto quella particolare tipologia nella quali i partecipanti potevano chiedere il rimborso delle quote in qualsiasi momento. La direttiva ha sancito un nuovo meccanismo che comporta una sorta di restringimento alla libertà dei partecipanti. *“secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione offerta dall'OICR”*.

All'esito di questa analisi si nota che i fondi di ristrutturazione sono quindi perfettamente calzanti nell'attività di gestione dei crediti deteriorati in chiave dinamica. Sono inoltre in grado di apportare un elevato differenziale rispetto allo specifico *background* imprenditoriale oggetto di ristrutturazione, soprattutto attraverso l'erogazione di nuova finanza.

²⁰⁹ Art 10” Sono istituiti in forma chiusa i FIA italiani il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), del TUF, nei beni previsti dall'articolo 4, comma 1, lettere d), e), e f), ovvero nei beni indicati alla lettera b) dello stesso comma, diversi dalle quote o dalle azioni di OICR aperti, in misura superiore al 20 per cento. Per approfondimento:

<https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2015-0319&atto.codiceRedazionale=15G00041&tipoDettaglio=multivigenza&qId=&tabID=0.9054433140001972&title=Atto%20multivigente&bloccoAggiornamentoBreadCrumb=true>.

²¹⁰ Per approfondimento cfr.

<https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2015-03-19&atto.codiceRedazionale=15G00041&tipoDettaglio=multivigenza&qId=&tabID=0.9054433140001972&title=Atto%20multivigente&bloccoAggiornamentoBreadCrumb=true>.

²¹¹ DIRETTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010. In <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32011L0061&from=IT>.

2.4.3 La riserva di attività

L'operatività dei fondi di investimento può comportare un certo grado di commistione con le attività svolte da banche e intermediari finanziari. Come noto, le attività svolte da questi ultimi sono prestate sotto riserva di attività bancaria prevista ex articolo 10 del TUB²¹²; sebbene i fondi di ristrutturazione siano normalmente costituiti nella forma di FIA riservati, alle volte possono comportare una raccolta del risparmio tra il pubblico. I fondi, nei pochi casi in cui non sono riservati, possono rivolgere la loro attività alla clientela retail andando così a superare il confine di attività di raccolta di risparmio tra il pubblico. Tale attività è prevista dall'articolo 11 del TUB ed è coperta esplicitamente da riserva bancaria, infatti, il secondo comma dell'art.11 detta: *“La raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche”*.

Tuttavia, analizzando meglio l'operatività della raccolta attuata dal fondo, si evince che questa viene eseguita mediante allocazione delle quote del fondo presso il pubblico secondo una gestione conforme alla politica di investimento condivisa con il risparmiatore. L'autonoma scelta da parte del soggetto di accollarsi tale rischio fa sì che non si debba prevedere una specifica politica di vigilanza, evidenziando, così, la differenza con la raccolta del risparmio ex articolo 11 Testo Unico Bancario²¹³.

Dopo aver valutato l'operato nella raccolta dei fondi, è fondamentale esaminare l'eventualità che le risorse finanziarie siano utilizzate in maniera non corretta, in relazione alle attività riservate alle banche e agli intermediari finanziari. Pertanto, è indispensabile identificare i confini all'interno dei quali i fondi di ristrutturazione possono operare. Per fare ciò, è opportuno fare riferimento ai Fondi di Investimento Alternativi specializzati in crediti, dove si trovano sia i crediti "investiti" che quelli "erogati". Come precedentemente analizzato, l'articolo. 46-bis sancisce che i *“Fondi di Investimento Alternativi italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori [...]”*. In ogni modo, tale restringimento deve essere

²¹² Articolo 10 (Attività bancaria). Per approfondimento: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.

²¹³ Art. 11 (Raccolta del risparmio). Per approfondimento: <https://onegale.wolterskluwer.it/normativa/decreto-legislativo-01-09-1993-n-385/10LX0000109996ART12?searchId=790758943&pathId=eed1f0c523045&offset=0&docType=i9&contentModuleContext=all>.

interpretato con riferimento ai fondi esercenti attività di *direct lending*, come ad esempio i fondi di ristrutturazione²¹⁴. L'articolo 121²¹⁵ del Testo Unico Bancario definisce il "contratto di credito al consumo" come il patto tra un finanziatore e un consumatore, in cui il primo concede al secondo un credito sotto forma di dilazione di pagamento, prestito o altra facilitazione finanziaria. Questa definizione si riferisce specificamente all'attività di erogazione di credito svolta dalle banche e dagli intermediari finanziari, che conferiranno poi i crediti deteriorati ai fondi di ristrutturazione. Proprio in virtù di ciò, l'attività dei fondi di ristrutturazione non viola la riserva di attività di finanziamento esercitata dalle banche, in quanto non sono soggetti alle norme di vigilanza previste per le banche e gli intermediari finanziari. I fondi di ristrutturazione non sono considerati quale controparte negoziale dei consumatori, ma come l'ente creditizio che ha ceduto i crediti deteriorati. Il particolare meccanismo di operatività del fondo prevede che, sebbene i crediti di oggetto di cessioni siano stati precedentemente concessi dalle banche a un utente, questo non può portare alla conclusione che la banca diventa controparte del fondo²¹⁶.

Alla luce di quanto sopra esposto, la dottrina prevalente ritiene che l'attività dei fondi di ristrutturazione non violi la riserva di attività prevista per i soggetti bancari²¹⁷.

2.4.4 La soggettività e l'autonomia patrimoniale

Per quanto concerne la gestione dei fondi, le Sicaf e le Sgr sono considerate equivalenti. Secondo la normativa europea, il tipo di struttura legale utilizzata da un fondo

²¹⁴ Proprio in questa attività si denota il precipuo obiettivo di tale tipo di fondi in quanto questi cercano di risollevere le sorti dell'impresa in crisi creando valore attraverso la ristrutturazione dei suoi debiti, prestando denaro direttamente a queste imprese e ottenendo un ritorno sull'investimento attraverso la rivendita del debito ristrutturato a un prezzo più elevato.

²¹⁵ Articolo 121 (Credito al consumo)

In <https://onelegale.wolterskluwer.it/normativa/decreto-legislativo-01-09-1993-n-385/10LX0000109996ART137?searchId=790761124&pathId=d7ed9df970cdb&offset=0>

²¹⁶ Per approfondimento cfr. F. CARPIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto e impresa*, 2018, p. 40.

²¹⁷ Per approfondimento cfr. G. ALPA, P. GAGGERO, *Commento sub art. 121 tub*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. CARPIGLIONE, Milano, 2018, pp. 2118 e ss.; M. R. MAUGERI, *Art. 121. Definizioni*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, (a cura di) C. COSTA, Torino, 2013, p. 1416 e ss.

comune di investimento alternativo, GEFIA²¹⁸, non ha rilevanza, che si tratti di un contratto, un trust o un'altra forma giuridica. Tuttavia, i fondi di ristrutturazione gestiti da una Sgr devono essere costituiti come fondi chiusi. La scelta tra un modello di gestione collettiva "contrattuale" o "societario" ha solo effetti sull'imputazione degli effetti dell'attività del gestore. Nel modello "contrattuale", gli effetti delle attività del gestore vengono imputati a patrimoni separati, mentre nel modello "societario" gli effetti convergono in un unico patrimonio. La "frammentazione" degli effetti avviene solo in presenza di comparti e patrimoni autonomi. Tuttavia, non vi sono differenze nell'assunzione delle partecipazioni tra i due modelli di gestione.

Al fine di analizzare appieno i "fondi di ristrutturazione", è importante considerare la loro soggettività patrimoniale. Tale locuzione afferisce alla capacità del fondo di autodeterminarsi attraverso l'assegnazione di un ruolo attivo e non solo passivo nella gestione degli investimenti, ruolo che include la capacità di prendere decisioni gestionali. Nel caso di un "fondo di ristrutturazione" gestito come Società di Investimento a Capitale Fisso (Sicaf)²¹⁹, questo viene costituita come una società per azioni, con la conseguenza che non ci sono dubbi riguardo alla sua piena soggettività giuridica, essendo dotata automaticamente di personalità giuridica ai sensi della legge. In questo modo, non sussistono problemi di titolarità, legittimazione processuale, pubblicità o responsabilità²²⁰

²¹⁸ GEFIA è l'acronimo di "Fondo comune di investimento alternativo" (in inglese "Alternative Investment Fund" o AIF). Si tratta di un tipo di fondo di investimento che non è regolamentato dalla normativa UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) dell'Unione Europea, che si applica ai fondi d'investimento di tipo tradizionale. I GEFIA possono investire in una vasta gamma di attività finanziarie, come ad esempio immobili, infrastrutture, titoli non quotati, e possono utilizzare tecniche di investimento complesse. La normativa AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) dell'Unione Europea regola la gestione dei GEFIA e impone requisiti di trasparenza, di gestione del rischio e di valutazione delle attività

Per approfondimento cfr. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA): "Alternative Investment Funds - What you need to know" in <https://www.esma.europa.eu/policy-topics/alternative-investment-funds>; Direttiva AIFM (2011/61/UE): <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=IT> Commissione Europea - Finanza alternativa: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financing-and-investing/alternative-finance_it; Consob - Fondo comune di investimento alternativo (AIF): <https://www.consob.it/web/investor-education/fondo-comune-di-investimento-alternativo-aif-.html>

²¹⁹ Esistono due tipi diversi di SICAF; la Sicaf autogestita la cui gestione è affidata al consiglio di amministrazione della società stessa, sia per quella etero gestita amministrata da un gestore esterno di natura societaria Per approfondimento P. M. MARANGIO, *Le SICAF, strumento a servizio dello sviluppo del Paese* 2021 in <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/le-sicaf-strumento-servizio-sviluppo-paese-ADfUYIUB>

²²⁰ Per quanto concerne l'ambito della responsabilità, soventemente, si suole distinguere in responsabilità patrimoniale o responsabilità contrattuale; con precipuo riguardo alla prima tipologia, conseguentemente

per insolvenza legati a eventuali difetti di soggettività. La Sicaf, infatti, è proprietaria dei beni che compongono il suo patrimonio e può ricorrere all'indebitamento, citare terzi in giudizio e accedere alle modalità di liquidazione del proprio patrimonio previste dalla normativa in materia di crisi.

Per quanto concerne i fondi di ristrutturazione, nella forma di fondo comune di investimento, per anni la dottrina è stata vaga²²¹ in merito al possesso o meno di

al vigente regime di separazione patrimoniale, è prevista l'indifferenza del fondo di investimento nei riguardi delle pretese creditorie della Sgr. Per quanto concerne la seconda forma di responsabilità, si prevede che la Sgr gerente del fondo, agisce in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti al fondo e verso questi assumono responsabilità e obblighi proprio del contratto di mandato. Per approfondimento In A PAOLINI, *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n 90-2012/I.

²²¹ Lungo è stato il dibattito in merito natura giuridica dei fondi di investimento. Nell'ottica di voler in breve ricostruire tale dibattito, di seguito si proceda alla disamina delle due più importanti teorie:

Parere Consiglio di Stato n 680/1999 ha riguardato la questione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento. In particolare, il Consiglio di Stato si è pronunciato sulla possibilità per i fondi comuni di investimento di stipulare contratti di locazione per l'acquisto di immobili.

In questo contesto, il Consiglio di Stato ha sostenuto che i fondi comuni di investimento non sono soggetti giuridici autonomi, ma che il loro patrimonio è separato da quello della società di gestione, la quale ha l'obbligo di gestire il fondo in modo separato rispetto al proprio patrimonio e di rappresentare il fondo in tutti gli atti giuridici. Tuttavia, il Consiglio di Stato ha precisato che questa separazione patrimoniale non è sufficiente a conferire ai fondi comuni di investimento la personalità giuridica autonoma.

Sentenza cd Pilota della Corte di Cassazione n 16605/2010 che statuisce l'autonomia dei fondi comuni di investimento dal patrimonio delle società, come desumibile dagli articoli 1 e 36 del D.lgs. n 58/1998, è frutto della preoccupazione del legislatore di assicurare una tutela forte agli interessi degli investitori partecipanti al fondo, in tal modo evitando loro il rischio di veder intaccato il patrimonio del fondo medesimo da possibili azioni di terzi. Sotto l'esaminato profilo ciò che caratterizza il patrimonio in oggetto e ne costituisce la principale ragion d'essere è, dunque, la sua esclusiva destinazione allo scopo di investimento finanziario per il quale è stato creato, dal che discende l'impossibilità che quel medesimo patrimonio funga, al tempo stesso, anche da garanzia a beneficio di creditori della società di gestione di altri soggetti estranei all'anzidetta destinazione.

Orientamento giurisprudenziale che si pone in netta contraddizione con il suddetto *leading case* è la pronuncia 7232/2016

Tale sentenza afferma con chiarezza che i fondi comuni di investimento hanno una autonomia patrimoniale separata dalla società di gestione del risparmio a cui sono associati. Questo rappresenta una svolta rispetto a un precedente giudizio della Corte di Cassazione (sentenza numero 16605 del 2010), che invece considerava i fondi comuni di investimento come patrimoni separati dalla società di gestione, ma non come soggetti giuridici autonomi.

La sentenza del Tribunale di Milano numero 7232 del 10 giugno 2016 afferma con chiarezza che i fondi comuni di investimento hanno una autonomia patrimoniale separata dalla società di gestione a cui sono associati, come già stabilito dalla normativa vigente. Questo rappresenta una svolta rispetto a un precedente giudizio della Corte di Cassazione (sentenza numero 16605 del 2010), che invece considerava i fondi comuni di investimento come patrimoni separati dalla società di gestione, ma non come soggetti giuridici autonomi.

Per approfondimento cfr. <https://onelegale.wolterskluwer.it/document/cass-civ-sez-i-sent-data-ud-10-03-2010-15-07-2010-n-16605/10SE0000901511?searchId=794867434&pathId=9d9a57e460e69&offset=0&contentModuleContent=all>; https://www.gazzettanotarie.com/wpcontent/uploads/2019/04/Trib_Milano_7232_2016.pdf

soggettività giuridica; ad oggi l'orientamento dottrinale è concorde a non attribuire tale soggettività²²², basandosi sul tenore letterale dell'articolo 36 comma 4²²³ del Testo Unico Finanziario. Da ciò deriva che il fondo, non essendo dotato di soggettività giuridica, non è titolare di situazione giuridiche per cui la gestione è svolta in nome di una società di gestione²²⁴ e per conto del fondo, limitatamente al patrimonio del fondo stesso.

Per quanto sopra espresso, nel caso in cui il fondo diventi incapiente, i creditori non potranno escutere il patrimonio della società di gestione; vige tra tali due soggetti un regime di autonomia patrimoniale perfetta²²⁵, prevista a garanzia degli investitori. A

²²² Seppure la dottrina consolidata paia escludere la vigenza di soggettività giuridica per i fondi comuni, ci sono ancora riferimenti normativi che sembrano, in un qual senso prevederla.

Ad esempio, la possibilità di un riconoscimento di soggettività giuridica al fondo comune trovava riscontro in alcune disposizioni, alcune tutt'ora in vigore. Tra queste la nozione di OICR, presente all'art. 1, co. 1, lett. k), T.U.F., che con la locuzione «*il cui patrimonio*» sembrerebbe riferire la titolarità del patrimonio all'OICR stesso. Anche nella normativa secondaria alcune disposizioni sembrerebbero esprimersi a favore della soggettività del “fondo di ristrutturazione”: in particolare, al Titolo V, Capitolo III, Sezione V, paragrafo 1 del Regolamento GCR, si dice “il FIA istituito in forma chiusa investe il proprio patrimonio”. Per approfondimento: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivionorme/regolamenti/20120508/RGCR_Versione_integrale_al_4_agg.to_28.11.2022.pdf; cfr L. ARDIZZONE, *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in Riv. Soc., 2016. p. 8; cfr E. PIETRA., *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in Banca borsa e tit. cred., 1983, I.

²²³ Art 36 co. 4 TUF

” *ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società», inoltre, «delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo “*

Il comma citato va a sostituire quanto stabilito nel precedente testo dell'art. 36, co. 6, T.U.F., il quale affermava che «*delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*», riconoscendo, una remota possibilità di autodeterminazione al fondo comune di investimento. Per approfondimento https://www.consob.it/documents/1912911/1962639/dlgs_58_1998.html/9b8b063f-db8c-1d4b-952e-93ad6823a70c; cfr V.PONTOLILLO., Commento all'art. 36, in Commentario al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998.

²²⁴ Come conseguenza di tale forma di rappresentanza la titolarità di diritti e obblighi graverà in capo alla società di gestione stessa e risponderà per tutte le obbligazioni con esclusivamente il patrimonio del fondo. (art 36 co 4 tuf). Tutte le obbligazioni contratte dal fondo e la relativa responsabilità, quindi, gravano dilla società di gestione, tuttavia, i creditori del fondo non potranno escutere il patrimonio di questa ex articolo 36 co 4 “*delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo “*. La società non sarà chiamata a rispondere con il suo patrimonio neanche in caso di incapacienza del fondo. Per approfondimento https://www.consob.it/documents/1912911/1962639/dlgs_58_1998.html/9b8b063f-db8c-1d4b-952e-93ad6823a70c; cfr V.PONTOLILLO., Commento all'art. 36, in Commentario al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998

²²⁵ Tutte le obbligazioni contratte dal fondo e la relativa responsabilità, quindi, gravano dilla società di gestione, tuttavia, i creditori del fondo non potranno escutere il patrimonio di questa ex articolo 36 co 4

confermare la mancanza di soggettività giuridica del fondo di investimento è intervenuta la Suprema Corte²²⁶, statuendo che la titolarità formale dei beni appartenenti al fondo spetta alla società di gestione; gli investitori invece vengono riconosciuti quali proprietari sostanziali dei beni. Sostanzialmente quello che risulta è che il fondo manca di una struttura organizzata in senso proprio e soprattutto è sprovvisto di una vera e propria governance di rilevanza esterna.

2.4.5 Il rapporto tra gestori e investitori

Per dare completezza all'analisi finora effettuata dei fondi di ristrutturazione, occorre analizzare approfonditamente l'ultimo ambito, non per questo residuale, dei rapporti tra gestori ed investitori.

Nei precedenti paragrafi si è delineata la normativa di riferimento, le modalità operative di tali particolari OICR e il rapporto sussistente tra fondo e società di gestione.

Ora, l'attenzione viene posta sul rapporto tra i gestori e gli investitori del fondo. A tal fine si ricorre alle statuizioni emanate dalla Suprema Corte che provvede ad escludere la sussistenza di un rapporto di mandato tra tali soggetti in quanto la sussistenza di questo ultimo implicherebbe *“una duplicità soggettiva che non è invece ravvisabile”*²²⁷. Conseguentemente alla mancata soggettività giuridica del fondo, per tutti i partecipanti viene ridotto ad un ruolo marginale quello di partecipazione all'assemblea, dandogli la possibilità di attuare solo un mero controllo formale sulla gestione operativa svolta dalla società di gestione.

“delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo” La società non sarà chiamata a rispondere con il suo patrimonio neanche in caso di incapienza del fondo. Inoltre, ampliando il campo dell'analisi, in prospettiva comparatistica, appare che l'utilizzo della modalità dell'autonomia patrimoniale perfetta nella gestione del risparmio, non è una novità in quanto già presenti alcuni organismi, importati dal diritto inglese, quali ad esempio i Trust. Per approfondimento cfr. L. ARDIZZONE, op. cit., p. 89; cfr. B. LIBONATI, *Holding e investment trust, Opere monografiche Volume I*, 2014 Giuffrè.

²²⁶ *“i fondi comuni di investimento costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare effettuato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla società di gestione”* Cass. Civ., Sez. I, sent. 16605 del 15 luglio 2010. Per approfondimento cfr. <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/10498.pdf> ; <https://www.ilcaso.it/sentenze/ultime/10498>.

²²⁷ Per approfondimento: Sentenza della Cassazione numero 16605/2010 in <https://www.jstor.org/stable/23206887>.

I partecipanti del fondo rimarranno estranei a tutte le decisioni attuate in merito alla politica di investimento propria del fondo mentre, come previsto dall'articolo 37 comma 3²²⁸ TUF, parteciperanno alle sole assemblee che avranno come oggetto specifico la sostituzione del gestore. Ciò implica che la società di gestione ha la capacità di agire senza interferenze da parte degli investitori. Conseguentemente, il fondo detiene solo la titolarità delle quote, mentre la proprietà effettiva degli *asset* del fondo rimane ai sottoscrittori.

Da quanto emerge, si afferma che il rapporto sussistente tra società di gestione e i sottoscrittori del fondo non risulta ascrivibile nella tipizzata figura del mandato, bensì condivide criteri riconducibili alla gestione di portafoglio²²⁹. Nel caso in cui il fondo di ristrutturazione sia ascrivibile al modello di fondi comuni di investimento sussiste il requisito di totale autonomia rispetto a chi si occupa della gestione del fondo e chi investe in questo. Tale concetto è sancito dall'articolo 1 comma 1 lettera k) del TUF²³⁰ che, nell'intento di definire un OICR, afferma che è un organismo gestito tramite la Euronext Securities Milan e l'attività è svolta nel precipuo interesse degli investitori ma in regime di totale autonomia da questi.

In conclusione, dell'analisi sin ora svolta, gli interpreti valutano un ampio spazio di operatività del modello in esame; ciò che risulta fondamentale per garantire la virtuosità dello strumento è la capacità di creare una convergenza di interessi tra tutti i partecipanti del fondo e di essere in grado di gestire tutte le posizioni con elevata professionalità. Inoltre, sebbene non sia un requisito fondamentale, risulta importante anche la presenza e la disponibilità di nuova finanza da iniettare all'interno dell'impresa ogni qualvolta risulti necessario.

²²⁸ Articolo 37 co. 3 TUF (Struttura dei fondi comuni di investimento)

In <https://www.altalex.com/documents/news/2018/04/30/disciplina-degli-intermediari-parte-ii-tuf>

²²⁹ Per approfondimento cfr. F. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni di investimento*, in Manuale di diritto bancario e finanziario, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2015, p. 302.

²³⁰ Articolo 1 co 1 lett K TUF (Definizioni)

In <https://www.altalex.com/documents/codici-altalex/2018/04/30/testo-unico-della-finanza-tuf>

2.5 Differenza tra Fondi di Ristrutturazione e Cartolarizzazione dei crediti

La cartolarizzazione e i fondi di ristrutturazione sono due strumenti finanziari differenti che hanno obiettivi e modalità di funzionamento distinte.

La cartolarizzazione è un processo finanziario che consiste nell'emissione di strumenti finanziari (cartolarizzati) garantiti da un *pool* di attività finanziarie o immobiliari, come ad esempio prestiti o mutui. Attraverso la cartolarizzazione, un'entità può trasformare attività a bassa liquidità in strumenti finanziari altamente liquidi che possono essere venduti a investitori.

I fondi di ristrutturazione, invece, sono strumenti finanziari che raccolgono il denaro di un gran numero di investitori per investirlo in progetti di ristrutturazione o riqualificazione immobiliare. Questi fondi possono provenire da diverse fonti, come: istituzioni finanziarie, aziende o investitori privati, sono utilizzati per finanziare una vasta gamma di progetti, come l'acquisto di proprietà, il miglioramento delle condizioni abitative, l'adeguamento alle norme antisismiche, la riqualificazione energetica.

In sintesi, la cartolarizzazione è un processo finanziario che trasforma attività in strumenti finanziari, mentre i fondi di ristrutturazione sono strumenti finanziari che raccolgono il denaro di un gran numero di investitori per investirlo in progetti di ristrutturazione immobiliare.

La gestione degli UTP e NPL rappresentano, per il settore bancario, *asset class* complessi da gestire in quanto devono essere amministrati in un'ottica mista di recupero, *turnaround* e *private equity* (posizioni da ristrutturare, anche attraverso l'erogazione di nuova finanza). Inoltre, considerata l'eccessiva granularità, risulta spesso complesso adottare un approccio che abbia riguardo ad ogni singola posizione di credito. Dal lato delle banche cedenti, i principali obiettivi sono: (i) incremento delle previsioni di recupero grazie all'implementazione di un modello di servizio dedicato, (ii) deconsolidamento del portafoglio UTP e gestione dell'*NPL ratio*, (iii) massimizzazione del valore di cessione, (iv) mitigazione degli impatti del c.d. *calendar provisioning*²³¹.

²³¹ *Calendar provisioning* fa riferimento a 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. La normativa è stata introdotta

Per raggiungere i suddetti obiettivi, strutture alternative di cessione di Crediti UTP/NPL prevedono, di recente, l'intervento di un fondo comune di investimento alternativo, mobiliare, di tipo chiuso, riservato a investitori professionali e gestito da una SGR, le cui quote vengono attribuite alle banche cedenti. Nel momento in cui interviene un fondo a gestire tali crediti, sono previste due possibili strutturazioni dell'operazione. Queste prevedono (i) una cessione dei crediti indiretta: i crediti UTP sono ceduti a una SPV di cartolarizzazione e poi al fondo; e (ii) una cessione dei crediti diretta: i crediti sono ceduti al Fondo. In ambedue i casi, il corrispettivo per il trasferimento dei Crediti è rappresentato da quote del Fondo. Nell'ambito della medesima struttura, c'è una varietà di elementi e condizioni contrattuali specifiche da valutare caso per caso.

2.5.1 Cessione indiretta dei crediti al fondo

Questa tipologia di cessione consente alle banche di cedere dei Crediti UTP ad un veicolo di cartolarizzazione c.d. SPV, costituito ai sensi della Legge 130/99²³². Tale operazione avviene con contestuale: (i) apporto al fondo del credito vantato dalle banche nei confronti della SPV a titolo di prezzo di cessione dei Crediti UTP, in cambio di quote del fondo in proporzione ai crediti trasferiti; (ii) sottoscrizione, da parte del fondo, dei titoli *asset backed securities*²³³ emessi dalla SPV per finanziare il prezzo di cessione dei

tramite Regolamento europeo 2019/630. Per approfondimento: S. PADOVANI, A. GUADAGNIN, *Il calendar provisioning: la gestione delle NPE anche alla luce della crisi da Covid-19*, In <https://www.dirittobancario.it/art/il-calendar-provisioning-la-gestione-delle-npe-anche-alla-luce-della-crisi/>.

²³²Legge 130/99 sulla cartolarizzazione. In <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1999/05/14/099G0212/sg>.

²³³ Sono i titoli emessi dalla SPV – *special purpose vehicle*- per finanziare l'acquisto dei crediti ceduti. Il rimborso delle ABS e il pagamento dei frutti periodici verranno garantiti dai flussi di cassa dei crediti sottostanti. La natura giuridica di questi è ancora incerta. Il dato normativo in merito statuisce, all'art. 2, co. 1, l. 130/1999, che “*tali strumenti finanziari sono soggetti alle disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*”. Tuttavia, l'art. 5, comma 2, l. 30 aprile 1999, n. 130, nega l'applicazione delle norme in materia di obbligazioni emesse dalla S.p.A. alle ABS, mentre l'art. 6, comma 1, le assoggetta allo stesso trattamento fiscale previsto per le obbligazioni. La dottrina italiana non è unanime sulla natura delle ABS, ma alcuni autori negano che possano essere considerate titoli obbligazionari per tre motivi: a) il carattere dell'esigibilità limitata delle ABS sarebbe incompatibile con la fattispecie obbligazionaria; b) la non applicabilità delle norme in materia di obbligazioni societarie; c) l'equiparazione sul piano del trattamento fiscale alle obbligazioni. Altri autori, invece, ritengono che le ABS debbano essere assimilate ai titoli obbligazionari perché il carattere *limited recourse* di tali titoli non sarebbe essenziale ma deriverebbe da una scelta contrattuale. In questo senso, la segregazione patrimoniale opererebbe solo nei confronti dei creditori terzi della S.P.V. e non impedirebbe ai portatori dei titoli di aggredire il patrimonio restante della S.P.V.: Per approfondimento: cfr M. DAMILANO, *Op.cit.*, p. 76; P. LUZZI, *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/99*, C. PISANTI (a cura di), Torino, 2005, p. 36 e ss., R. PARDOLESI, *La cartolarizzazione*

Crediti Utp, con conseguente compensazione del prezzo di sottoscrizione dei titoli con il credito derivante dal prezzo di cessione.

In merito alla funzionalità di tale assetto, si ritiene importante delineare in modo più analitico la gestione della struttura. Si suole suddividere l'attività gestoria in capo a due differenti figure: (i) SGR (che istituisce il fondo), (ii) *master servicer/special servicer*²³⁴ della cartolarizzazione.

In tale organizzazione la SGR esercita i diritti spettanti al fondo, quale portatore dei titoli. Agli investitori del fondo sono attribuiti taluni diritti ai sensi del regolamento di gestione²³⁵. L'assetto di *governance* previsto a livello di SPV e del fondo dovrà risultare idoneo a permettere alle banche il raggiungimento di uno dei loro primari obiettivi, in questi tipi di operazione, ovvero attuare la *derecognition* dei Crediti ceduti. In particolare, la *governance* del fondo e del veicolo di cartolarizzazione dovrà, comunque, assicurare che i titolari delle quote non esercitino un controllo sul portafoglio

dei crediti in Italia, Commentario alla legge 130/99, Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 196, Milano, 1999.

²³⁴ *Master servicer* e *Special servicer* si inquadrano nell'ambito di soggetti che fanno attività di *servicing*. Si occupano rispettivamente di, gestire interamente e in modo generalizzato le operazioni di crediti e titoli e curare tutti gli aspetti materiali e concreti delle singole operazioni (esempio: si occupa del recupero crediti in caso di cessione di esposizioni NPL). Solitamente tale ruolo viene svolto dalla banca o da intermediari finanziari iscritti all'albo ex art. 106 TUB. In generale il *servicer* è il responsabile della gestione del portafoglio crediti ceduti, dei flussi di cassa e tutte le problematiche connesse. Nella sua attività redige anche un portfolio in cui si inseriranno tutti dati relativi alla performance del portafoglio. Generalmente tale soggetto è propriamente nominato dalla SPV. La sua importanza muta anche in base alle operazioni che si stanno svolgendo; in particolare nelle operazioni di *non performing* il suo ruolo sarà di primaria importanza per la buona riuscita della stessa operazione. In https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1999/05/14/099G0212/sg_ag_41_paragrafo_2.5.2; M DAMILANO, *La securitisation dei crediti*, G Giappichelli Editore, p. 41 1999; BANCA D'ITALIA, *Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza*, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20211110/Servicers-cartolarizzazione.pdf>

²³⁵ Il regolamento dei fondi attribuisce agli investitori una serie di diritti che garantiscono la trasparenza e la tutela degli investimenti effettuati attraverso i fondi di investimento. In particolare, il regolamento potrebbe prevedere che: (i) l'investitore ha il diritto di essere informato sulla cessione indiretta di crediti da parte del fondo di investimento; (ii) l'investitore ha il diritto di revocare la propria decisione di investimento entro il termine di 30 giorni dalla data in cui viene informato della cessione indiretta di crediti; (iii) l'investitore ha il diritto di ricevere il pagamento dei propri interessi e del capitale investito entro il termine previsto dal regolamento; (iv) l'investitore ha il diritto di richiedere il rimborso del proprio capitale investito al fondo di investimento entro il termine previsto dal regolamento; (v) l'investitore ha il diritto di far valere i propri diritti nei confronti del fondo di investimento nel caso in cui il fondo violi le disposizioni del regolamento. Per approfondimento: F. Annunziata, *Op. cit.* p 56.

sottostante ovvero dovrà assicurare che sia verificato il sostanziale trasferimento dei rischi e dei benefici connessi alla proprietà dei crediti.

Altri aspetti degni di nota della procedura sono le aree di *Fronting Bank*²³⁶ e Nuova Finanza. Con il primo termine si procede all'individuazione di una determinata banca ovvero intermediario finanziario per l'acquisto dei contratti da cui derivano i Crediti e per le operazioni relative alla gestione degli impegni di erogazione in essere sulla base di medio lungo e breve termine²³⁷. Per quanto concerne la Nuova Finanza, essa si sostanzia nell'erogazione ai debitori ceduti di nuove sostanze economiche. Tale possibilità di erogazione si attua sia da parte della SPV che da parte del fondo. Nell'ambito della prima cessione, la possibilità è vincolata al rispetto di limiti e condizioni di cui all'art. 1, comma 1-ter della Legge 130/1999²³⁸; in particolare, la concessione di erogazione è prevista per soggetti diverse da persone fisiche e aziende che vantano un totale di bilancio inferiore a 2 milioni di euro. Oltre a tale criterio di identificazione soggettiva dimensionale, è necessario che (i) chi riceverà il finanziamento sia individuato da una banca o da intermediario finanziario, (ii) che i titoli per finanziare l'erogazione dei finanziamenti siano destinati a investitori qualificati e, infine, (iii) che sia mantenuta la c.d. *retention*²³⁹, ossia venga mantenuto un significativo interesse

²³⁶ Con il termine *Fronting Bank* si intende il soggetto che si occupa dei rapporti con la clientela. A differenza dei crediti in sofferenza, che sono oramai entrati in default, gli Utp riguardano rapporti commerciali vivi, e per questo sono trattati con grande attenzione dalle banche creditrici. Per approfondimento: L. DAVI, *Banche, ecco il maxi-fondo Sga per quattro miliardi di credit* in <https://www.ilsole24ore.com/art/banche-ecco-maxi-fondo-sga-quattro-miliardi-crediti-ABvYwcVB>

²³⁷ Per un esempio di fondo Utp con attività di *Fronting Bank*, si può citare il Fondo SGA. Per approfondimento: L. DAVI, *Op. cit.* in <https://www.ilsole24ore.com/art/banche-ecco-maxi-fondo-sga-quattro-miliardi-crediti-ABvYwcV>.

²³⁸ Articolo 1 co. 1 ter

In <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1999-04-30;130>

²³⁹ La *Retention Rule* può essere applicata secondo una delle seguenti modalità: (i) mantenimento di una quota pari almeno al 5% del valore nominale di ciascuna tranche; (ii) nel caso di cartolarizzazione di attività rotative, mantenimento di ragioni di credito del cedente in misura pari almeno al 5% del valore nominale delle attività cartolarizzate; (iii) mantenimento di esposizioni di ammontare almeno pari al 5% del valore nominale delle attività cartolarizzate, qualora tali esposizioni possano rientrare nel medesimo portafoglio cartolarizzato ossia a fronte di un portafoglio di attività cartolarizzate pari a 100, il valore delle esposizioni mantenute sarà pari al 5%; (iv) mantenimento della tranche che copre la prima perdita e, se necessario, di altre tranches aventi profili di rischio uguale o peggiore e scadenza non anteriore a quella delle tranches trasferite a terzi, in misura almeno pari al 5% del valore nominale.

In articolo 6 co 3 Regolamento (UE) 2017/2402, (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R2402&from=it>);

economico netto pari al 5%²⁴⁰. Nel secondo caso, invece, tale erogazione può essere corrisposta o da parte del medesimo comparto che acquista i crediti, con reperimento della provvista da terzi finanziatori e rimborso svincolato dall'andamento del portafoglio sottostante di crediti; ovvero da parte di un comparto separato, evitando *cross collateralization*²⁴¹ e con reperimento della provvista mediante sottoscrizioni per cassa e da terzi finanziatori.

2.5.2 Cessione diretta dei crediti al fondo

In tale tipologia di cessione diretta di crediti, un *pool* di intermediari cede ad un fondo²⁴² dei portagli di crediti deteriorati. L'operatività della struttura di *cui supra*, consente l'apporto dei crediti deteriorati da parte delle banche cedenti al fondo, con contestuale sottoscrizione delle quote²⁴³ del fondo da parte delle banche cedenti. Possono prendere parte all'operazione anche altri soggetti quali ad esempio investitori terzi che vengono coinvolti nell'operazione in cambio di particolari categorie di quote del fondo.

²⁴⁰ Tale valore è indicato nella misura del 5% dall'articolo 6 co 1 (Mantenimento del Rischio) del Regolamento (UE) 2017/2402 del parlamento europeo e del consiglio, 12 dicembre 2017.

In <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R2402&from=it>.

²⁴¹ La collateralizzazione incrociata c.d. " *cross collateralization* " è un processo in cui un determinato bene viene utilizzato come garanzia per assicurare due prestiti, un primo prestito e un secondo prestito. Come per qualsiasi bene dato in garanzia, se il mutuatario non è in grado di effettuare i pagamenti previsti per il prestito, quest'ultimo viene considerato inadempiente. Il mutuante può imporre la liquidazione dell'attività in garanzia per recuperare il prestito. Tuttavia, la differenza con la collateralizzazione incrociata è che il mutuatario deve mantenere i pagamenti su entrambi i prestiti per i quali il bene è utilizzato come garanzia. Per approfondimento: G. LIP, *Cross Collateralization, a financing technique that leverages the same asset as collateral to secure multiple loans* in <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/cross-collateralization/>.

²⁴² Per approfondimento <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Documento-8-Tavolo-IAS-IFRS.pdf> In tale documento si riportano anche i vari controllo contabili che devono essere effettuati sul fondo; di seguito si riportano i tratti essenziali. La prima verifica, contabile, che deve essere effettuata è in merito alla presenza dell'obbligo di consolidamento da parte del fondo. L'IFRS 10 paragrafo 7 prevede la sussistenza dell'ipotesi di controllo nel caso in cui sussistono congiuntamente i seguenti requisiti: (i) potere sull'entità oggetto di investimento, (ii) diritto a rendimenti variabili derivanti dal rapporto con l'entità oggetto di investimento, (iii) capacità di esercitare potere su entità oggetto di investimento. Per valutare la mancata presenza di ciò è necessario focalizzarsi sulla capacità di autonoma gestione della società di gestione del risparmio. Successivo controllo che deve essere espletato è in merito alla regolarità della *derecognition* svolta dalle banche cedenti. In questo caso è predisposto un diagramma di flusso, sulla base del quale valutare la correttezza o meno dell'operazione di pulizia del bilancio.

²⁴³ Per approfondimento si deve aver riguardo della disciplina prevista in Consob, Banca d'Italia e Ivass n. 8 del 14 aprile 2020 *Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-soluto di crediti unlikely to pay ("UTP") in cambio di quote di fondi di investimento* In <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Documento-8-Tavolo-IAS-IFRS.pdf>.

In linea di continuità con la modalità di cessione indiretta, anche in tal caso è previsto l'apporto di nuova finanza, da parte del Fondo, ai debitori ceduti. Tale erogazione può essere operata in duplice modalità: (i) da parte del medesimo comparto che acquista i crediti deteriorati, con reperimento della provvista da parte di terzi finanziatori e rimborso svincolato dall'andamento del portafoglio sottostante di crediti; e (ii) da parte di un comparto separato, evitando *cross collateralization* e con reperimento della provvista mediante sottoscrizioni per cassa²⁴⁴ e da terzi finanziatori²⁴⁵.

Anche in questa tipologia di cessione, la *governance* del fondo dovrà comunque assicurare che i possessori delle quote non esercitino un controllo sul portafoglio sottostante ovvero che sia verificato il sostanziale trasferimento dei rischi e dei benefici connessi alla proprietà dei crediti.

2.5.3 Vantaggi/svantaggi tra ipotesi di cessione indiretta e diretta

Nell'ambito della cessione indiretta di crediti si utilizza, sostanzialmente, una tipologia di struttura in parte già presente sul mercato (in quanto si riprende la struttura della cartolarizzazione e si aggiunge il fondo).

Aspetto da indagare nella complessa architettura dell'operazione è quello della segregazione patrimoniale²⁴⁶. Tale requisito rappresenta un principio fondamentale di tutela dei creditori e di garanzia della trasparenza dell'operazione stessa.

²⁴⁴ In tale modalità il versamento è effettuato direttamente dagli investitori che al momento dell'adesione al fondo versano la somma.

²⁴⁵ In tal modalità il versamento viene effettuato da terzi finanziatori che possono essere banche o altri investitori istituzionali che forniscono finanziamenti al comparto separato. In questo caso, il comparto separato può emettere obbligazioni o altri strumenti finanziari per ottenere i finanziamenti necessari per l'acquisto dei crediti deteriorati.

²⁴⁶ La *ratio* della disciplina di separazione patrimoniale si ritrova nella necessità di realizzare un efficientamento economico e di sviluppo del mercato. Considerata l'assenza di norme che espressamente sanciscano la separazione patrimoniale nel nostro ordinamento, il legislatore ha introdotto una normativa, con particolare riguardo al settore finanziario, rendendo fondamentale il momento della separazione patrimoniale. Un profilo da analizzare è se la separazione patrimoniale è unilaterale o bilaterale. La differenza consisterebbe nel fatto che nel primo caso il *noteholder* potrebbe esercitare pretese anche sul patrimonio, rimanente, della SPV, mentre nel secondo caso l'unico patrimonio sul quale esercitare delle azioni è quello costituito dal denaro ricavato dalla cessione dei crediti. Nell'ordinamento italiano si pone tale problema perché non è scontato che la SPV non abbia del patrimonio. La tesi prevalente concorda nel ritenere che sia applicabile la separazione patrimoniale unilaterale non essendo presente alcun riferimento normativo che possa sostenere una propensione verso una separazione bilaterale. Per dare maggiore credibilità alla tesi prevalente si nota che l'articolo 3 della legge sulla cartolarizzazione afferma che non sono ammesse azioni da parte di soggetti terzi rispetto ai sottoscrittori dei titoli su "*ciascun*" patrimonio.

La segregazione patrimoniale²⁴⁷ assicura che l'SPV non abbia alcun spazio di autonoma attività, che sia idonea ad arrecare un pregiudizio ai creditori, che possa rivalersi unicamente sugli attivi oggetto di cartolarizzazione²⁴⁸. In questo modo, il fondo diventa l'unico titolare dei diritti sui crediti ceduti e può gestirli autonomamente, senza interferenze da parte del creditore originario.

L'obbligo di segregazione patrimoniale comporta che il fondo di ristrutturazione tenga separati i crediti ceduti dagli altri beni e patrimoni di sua proprietà, in modo da garantire la tutela dei creditori del fondo stesso. Ciò significa che i crediti ceduti non possono essere utilizzati dal fondo per eventuali altre operazioni o transazioni finanziarie, ma vengono mantenuti distinti e identificabili.

La segregazione patrimoniale rappresenta quindi una garanzia per i creditori del fondo di ristrutturazione, che possono contare sulla tutela dei propri diritti in caso di insolvenza o di altre difficoltà finanziarie del fondo stesso. Inoltre, la segregazione patrimoniale garantisce la trasparenza dell'operazione di cessione dei crediti, poiché i creditori originari possono verificare la destinazione dei crediti ceduti e la loro gestione da parte del fondo di ristrutturazione. Tuttavia, essa comporta anche alcuni vincoli per il fondo di ristrutturazione, che deve garantire la massima attenzione nella gestione dei crediti ceduti e rispettare gli obblighi di trasparenza e di tutela dei creditori.

La segregazione patrimoniale, inoltre, può limitare la flessibilità del fondo nelle operazioni di gestione dei crediti, poiché questi devono essere mantenuti distinti dagli altri beni e patrimoni del fondo stesso.

Altri benefici e facilitazioni derivanti da tale schema possono riassumersi in: (i) applicabilità del regime speciale della Legge 130/99 che di conseguenza comporta la disapplicazione della dichiarazione di inefficacia dei pagamenti anticipati, effettuati dai

Per approfondimento cfr. D MAURITANO, *La cartolarizzazione dei crediti e i fondi comuni di investimento*. P. 90 e ss in <https://www.cesifin.it/wp-content/uploads/2018/04/04-Mauritano-089-108.pdf>.

²⁴⁷ Per approfondimento G. GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, 2019 <https://www.dirittobancario.it/art/i-crediti-deteriorati-tecniche-di-gestione-negoziale-cessione-e-ristrutturazione/>.

²⁴⁸ Per approfondimento: FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI *Non performing Loans-NPL*, 2019 https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/filemanager/active/01339/2019_08_02_Documento_Non_Performing_Loans-NPL_final_protetto-a.pdf?fid=1339.

debitori ceduti²⁴⁹ e della revocatoria²⁵⁰ sui medesimi pagamenti; (ii) opponibilità della cessione al debitore e ai terzi tramite pubblicazione di un avviso in Gazzetta Ufficiale, registro imprese e sito internet delle banche cedenti²⁵¹.

La legge n. 130/99 si pone in chiave derogatoria rispetto alla disciplina civilistica della cessione dei crediti, facilitando la cessione tramite la previsione della (i) cessione in blocco, sottoposta alle formalità dell'articolo 58²⁵² Testo Unico Bancario; (ii) cessione non in blocco²⁵³, sottoposta all'articolo 7.1 comma 6 ; (iii) trasferimento automatico delle garanzie senza trascrizione. Inoltre, si prevede la possibilità di gestire i contratti con impegni di erogazione in essere (in particolare le aperture credito revolving) anche

²⁴⁹ Viene disapplicato articolo 165 del codice della crisi

In https://www.brocardi.it/codice-crisi-impresa/parte-prima/titolo-v/capo-i/sezione-iv/art165.html?utm_source=internal&utm_medium=link&utm_campaign=articolo&utm_content=nav_art_prec_top.

²⁵⁰ Viene disapplicato l'articolo 166 del codice della crisi.

In <https://www.brocardi.it/codice-crisi-impresa/parte-prima/titolo-v/capo-i/sezione-iv/art166.html>

²⁵¹ La pubblicazione dell'avviso di cessione del credito è un'operazione fondamentale per rendere opponibile la cessione del credito al debitore e ai terzi, garantendo maggiore trasparenza e legalità nell'operazione di cessione indiretta dei crediti. La pubblicazione dell'avviso di cessione del credito ha lo scopo di informare il debitore della cessione del proprio credito, consentendogli di identificare il nuovo soggetto cui dovrà pagare il debito. Inoltre, l'opponibilità della cessione del credito ai terzi, ovvero ad eventuali altri creditori del debitore, consente di evitare conflitti di interessi e di garantire una maggiore trasparenza nella gestione dei crediti la banca cedente deve pubblicare un avviso di cessione del credito in almeno tre diverse fonti: (i) Gazzetta Ufficiale: l'avviso di cessione del credito deve essere pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Questo è il mezzo principale e più importante di comunicazione della cessione indiretta dei crediti; (ii) registro Imprese: l'avviso di cessione del credito deve essere registrato presso il Registro delle Imprese della Camera di Commercio competente per territorio; (iii) sito internet delle banche cedenti: l'avviso di cessione del credito deve essere pubblicato sul sito internet della banca cedente. Per approfondimento: F.FALASCONI, *Il valore della pubblicazione in G.U. delle cessioni di rapporti giuridici in blocco*, 2010 in <https://www.diritto.it/il-valore-della-pubblicazione-in-g-u-delle-cessioni-di-rapporti-giuridici-in-blocco>.

²⁵² L'articolo 58 è connotato per la duplicità delle finalità consentite; in primis evitare che per effetto dell'accorpamento dell'operazione le banche subiscano uno squilibrio nei loro bilanci, in secondo luogo vuole enfatizzare il trasferimento aggregato dei rapporti giuridici. Con riguardo alla prima finalità che si vuole perseguire con tale articolo è importante sottolineare che l'operazione menzionata nella disciplina è in grado di incidere in modo negativo sulla sana e prudente gestione. In merito alla seconda finalità si evidenzia come l'articolo voglia semplificare l'esecuzione dell'operazione; infatti si prevede la mancata applicazione delle norme civilistiche in merito alla cessione dei crediti, si prevede l'iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione in Gazzetta Ufficiale come mezzo di pubblicità legale dell'avvenuta cessione. Sempre in ottica di semplificazione e snellezza dei processi si applica lo stesso meccanismo di cessione anche alle eventuali garanzie connesse al credito. Per approfondimento G. GALLO, op. cit., p. 20.

²⁵³ La modalità di cessione non in blocco è prevista per i crediti *non performing* in virtù del fatto che essendo già classificati come deteriorati non c'è più il contratto alla base del rapporto perché è stato risolto. In tal caso l'articolo 7,1 co 6 prevede che l'avviso di cessione deve essere prima iscritto nel registro delle imprese e poi pubblicato in Gazzetta Ufficiale. Per approfondimento: cfr F. Luzzi, Op. cit, p.86; legge 30 aprile 1999, n. 130 disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti. Modifiche introdotte con legge n. 96 del 21 giugno 2017 in <https://centotrenta.com/wp-content/uploads/2016/03/1-1999-130.pdf>.

attraverso l'erogazione di un finanziamento alla banca cedente e trasferimento sintetico del rischio ai sensi dell'articolo 7, comma 1, lettera a), della Legge 130/99, non ricorrendo a terzi investitori. In tale schema si ha la possibilità di sottoscrizione, da parte della SPV, degli strumenti finanziari partecipativi, quote azioni emessi dal debitore nel contesto dei piani di riequilibrio economico e finanziario.

Nel contesto dell'operazione potrebbe presentarsi l'esigenza che debba essere gestito anche un bene immobile, originariamente posto come garanzia del credito²⁵⁴. In tal caso, visto che la SPV non può acquisire la proprietà di immobili, deve intervenire un altro soggetto (c.d. *Real Estate Own Company*)²⁵⁵ che si occuperà della gestione del bene. Tale società è un veicolo d'appoggio per l'acquisto, gestione e valorizzazione dei beni e diritti posti a garanzia dei crediti (ivi inclusi beni oggetto di locazione finanziaria e i relativi contratti di *leasing*).

Scegliendo l'ipotesi della cessione indiretta, da una parte si incontra una facilitazione per quanto riguarda la disciplina e la costruzione, dall'altra invece sotto il profilo operativo e dei costi, ci si imbatte in una struttura più costosa ed in una contrattualistica più complessa rispetto all'ipotesi di cessione diretta.

Nello specifico, la contrattualistica diventa più complessa in quanto è suddivisa in un doppio livello: fondo e SPV. Per il fondo sono necessari: (i) un regolamento che permetta l'operatività del fondo, (ii) la contrattualistica per la sottoscrizione delle quote, (iii) l'atto di apporto. Per la SPV invece sono indispensabili: contratto di cessione, contrattualistica della cartolarizzazione, contrattualistica legata al tipo di struttura di *fronting bank*. Un altro elemento di complessità, nell'operatività della cessione indiretta e che va ad aggiungersi a quanto su detto, riguarda le parti da coinvolgere; si avrà la presenza di: (i) SGR, (ii) agenti della SPV²⁵⁶, valutatore dei crediti, advisor finanziario per profili di *derecognition*, *fronting bank* (in base alla struttura scelta).

²⁵⁴ Solitamente questo caso può presentarsi in cartolarizzazioni con crediti *secured*.

²⁵⁵ Per approfondimento: M. A. DEAMICI, E. LAURICELLA, *La disciplina delle ReoCO a tutela del rimborso dei crediti deteriorati*, 2022 in <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/la-disciplina-reoco-tutela-rimborso-crediti-deteriorati-AEPy9MpB>.

²⁵⁶ Corporate servicer, *account bank*, *paying agent*, *calculation agent*. Per approfondimento cfr. M. DAMILANO, *Op cit.* pp 40-43.

Nella cessione diretta, seppur differenziandosi dalla cessione indiretta, è replicabile il carattere della segregazione patrimoniale. A differenza della precedente struttura, in questo caso sussistono dei vincoli e/o limitazioni alla possibilità del Fondo di gestire attivamente i crediti (ad esempio, convertire in equity il debito, acquisire gli immobili.), con limiti di investimento stabiliti dalla normativa applicabile. In questa tipologia viene conferito un ruolo di maggiore coinvolgimento alla SGR nella gestione dell'operazione. Vi è, inoltre, la necessità di garantire l'indipendenza della SGR, rispetto al processo decisionale connesso con la gestione delle strategie di recupero e la valorizzazione dei crediti ceduti e di esternalizzare tali funzioni (di norma, a società dotate di licenza ex articolo 115 Tulp²⁵⁷), previa autorizzazione dell'organo di vigilanza.

Non coinvolgendo l'SPV, risulta, sotto il profilo dei costi e operativo, la presenza di una struttura meno costosa e di una contrattualistica più semplice rispetto alla cessione indiretta dei crediti. Infatti, si avrà un unico livello di contrattualistica per il Fondo. In particolare, si renderà necessario: (i) un regolamento che permetta l'operatività del fondo, (ii) la contrattualistica per la sottoscrizione delle quote, (iii) l'atto di apporto dei crediti al fondo ovvero contratto di cessione con il quale vengono ceduti i crediti, (iv) contratti di *special servicing*, (v) contrattualistica legata al tipo di struttura di *fronting bank*. All'interno dell'operazione sono presenti meno soggetti; è prevista la partecipazione di (i) un soggetto che si occuperà di svolgere la valutazione dei crediti e (ii) di un advisor finanziario per profili di *derecognition*.

²⁵⁷ Art 115 Testo Unico delle leggi di Pubblica Sicurezza (TULPS)
In <https://www.brocardi.it/testo-unico-pubblica-sicurezza/titolo-iii/capo-iv/art115.html>

CAPITOLO 3

NON PERFORMING LOANS

Sommario: 3.1 Insorgenza e classificazione di credito deteriorato - 3.1.1 L'evoluzione del contesto normativo - 3.1.2 Gli Accordi di Basilea - 3.1.3 Lo stato attuale e le prospettive degli NPL - 3.1.4 Il sistema di garanzia statale sulla cartolarizzazione dei crediti in sofferenza - 3.2 NPL e crisi di impresa - 3.3 Cessione dei crediti e strategie di gestione - 3.3.1 Gestione interna - 3.3.2 Gestione esterna - 3.4 Mercato dei *Non Performing Loans* - 3.5 Cartolarizzazione dei crediti - 3.6 Peculiarità della gestione collettiva dei crediti tramite i fondi di ristrutturazione - 3.7 Aspetti comparati e di diritto europeo - 3.7.1 Germania - 3.7.2 Francia - 3.7.3 Regno Unito - 3.7.4 Stati Uniti di America

3.1 Insorgenza e classificazione di credito deteriorato

I crediti deteriorati delle banche – c.d. *non-performing loan* (NPL) – sono dei prestiti la cui riscossione è considerata a rischio sotto diversi profili. Si tratta in genere di esposizioni degli istituti di credito verso soggetti che, per un peggioramento della propria situazione economica e finanziaria, non sono in grado di far fronte alle proprie obbligazioni e quindi di ripagare nei tempi o negli importi previsti le rate del proprio debito²⁵⁸. L'incremento degli NPL risulta strettamente ancorato al fenomeno della crisi aziendale; le società che si trovano in una situazione di instabilità finanziaria possono incontrare difficoltà nel saldare le esposizioni debitorie presso gli istituti di credito, aumentando conseguentemente il rischio di fallimento. Al contempo, le banche potrebbero mostrarsi riluttanti a concedere ulteriori finanziamenti a tali imprese, ulteriormente aggravando la già precaria situazione.²⁵⁹

Dal punto di vista giuridico, è opportuno sottolineare che la considerazione del tasso di *Non Performing Loans* (NPL) può influire significativamente sulle scelte strategiche ed operative delle banche e degli investitori nel garantire finanziamenti alle imprese che si trovano in difficoltà economica. Infatti, la presenza di un alto tasso di NPL potrebbe indurre ad un aumento del rischio di *default* e, di conseguenza, della perdita del

²⁵⁸ Per approfondimento: D. CRIVELLARI, *Non performing loans tra definizione de contesto economico-finanziario*, p 19, in <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/filemanager/active/01535/fnc-npl-v09.pdf?fid=1535>.

²⁵⁹ Per approfondimento: S. RIZZO, *Il quadro regolamentare delle esposizioni bancarie (nei confronti delle imprese in crisi)* in <https://dirittodellacrisi.it/articolo/il-quadro-regolamentare-delle-esposizioni-bancarie-nei-confronti-delle-imprese-in-crisi>.

capitale investito. Pertanto, si ritiene che un'attenta valutazione dei livelli di NPL sia indispensabile per valutare in modo chiaro la solidità finanziaria delle aziende e dovrebbe essere considerata un prerequisito essenziale nella valutazione complessiva della loro capacità di ripagare i debiti contratti. Inoltre, le procedure di recupero crediti possono essere complesse e costose per le banche, il che potrebbe ridurre la loro propensione a finanziare le imprese che non hanno una solida situazione finanziaria.

La gestione della crisi delle imprese e la problematica dei NPL richiede un approccio multidisciplinare, che coinvolga le autorità di regolamentazione, i prestatori di servizi finanziari e le imprese stesse.²⁶⁰ La regolamentazione più stringente, la supervisione attenta e le strategie di gestione del credito possono garantire la stabilità del mercato finanziario e il sostegno alle attività economiche.

Per contrastare la crisi delle imprese, le autorità di regolamentazione e i prestatori di servizi finanziari hanno sviluppato una serie di strategie di gestione del credito. Ad esempio, le banche possono ristrutturare i prestiti in scadenza, allungarne i tempi di pagamento e ridurre gli interessi.

Il fenomeno, a seguito dei vari periodi di recessione, è divenuto oggetto di preoccupazione non solo a livello statale ma anche europeo, infatti, nel 2014 è stata introdotta una definizione di crediti deteriorati armonizzata²⁶¹.

I crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPLs) sono da sempre elementi connotanti e peculiari dell'esercizio dell'attività bancaria. Negli anni che hanno preceduto la recente crisi, l'intero sistema bancario italiano sperimentava livelli di crediti deteriorati che, pur ripercuotendosi sul conto economico e sullo stato patrimoniale delle banche, non segnalavano elementi di urgente preoccupazione. La situazione si è significativamente

²⁶⁰ Per approfondimento: cfr. M. MANDICO, *Cessione del credito bancario deteriorato e tutela del debitore*, Santarcangelo di Romagna, 2023, p. 5.

²⁶¹ La definizione di esposizione deteriorata è contenuta nell'art. 47 bis del regolamento UE/575/2013., all'articolo 47 bis (Esposizioni Deteriorate)[...] rientrano tra le «*esposizioni*» i seguenti elementi, purché non inclusi nel portafoglio di negoziazione dell'ente: (i) gli strumenti di debito, inclusi i titoli di debito, i prestiti, gli anticipi e i depositi a vista; (ii) gli impegni all'erogazione di prestiti dati, le garanzie finanziarie assunte o qualsiasi altro impegno dato, sia esso revocabile o irrevocabile, con l'eccezione delle aperture di credito non utilizzate che possono essere revocate incondizionatamente in qualsiasi momento senza preavviso o provviste di clausola di revoca automatica per deterioramento del merito di credito del debitore. Le classificazioni e la quantificazione del rischio su esposizioni deteriorate sono descritte nell'art. 178 del medesimo regolamento. Per approfondimento: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content>

aggravata con l'innescarsi della crisi. L'effetto dei crediti deteriorati sulle banche e sull'economia nel complesso ha attirato l'attenzione del mercato e delle autorità di vigilanza, manifestandosi in Italia a seguito alla doppia crisi²⁶² del 2007-2009²⁶³ e del 2011-2014²⁶⁴.

²⁶²Per un'accurata cronologia della crisi cfr. Banca d'Italia, *Cronologia della crisi 2007-2012*, (a cura di) E. GALANTI, in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale n. 72, maggio 2013, in www.bancaditalia.it; C.M. REINHART, S. ROGOFF, *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Il Saggiatore, 2010; Cfr. P. DE VINCENZI, *Il volto meno noto del terremoto subprime: analisi della crisi di liquidità nel mercato interbancario*, in Banca Finanza, 2009, p. 37 e ss.; V. LAURENCE BALL, *Lehman, condannata al fallimento dalla politica* in www.lavoce.info.

²⁶³ La crisi finanziaria, c.d. dei mutui *subprime* iniziò negli Stati Uniti nel 2006. Le motivazioni che fecero esplodere tale crisi risalgono al 2003, in quanto si registrò un aumento significativo dell'erogazione di mutui ad alto rischio. Questi mutui sono stati concessi a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito, poiché non in grado di fornire sufficienti garanzie. I fattori stimolanti della crescita dei mutui *subprime* sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni. Tutto ciò fu scaturito dal fatto che a partire dal 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni sono cresciuti in maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare. Tale dinamica fu favorita da una politica monetaria accomodante della *Federal Reserve* (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori bassi fino al 2004 (i tassi così bassi furono tenuti come risposta alla crisi della bolla internet e all'attacco dell'11 settembre 2001). A regime formale, il testo potrebbe assumere la seguente forma: i tassi di interesse bassi implicavano un ridotto costo del denaro per i prenditori di fondi, avvantaggiando le famiglie che richiedevano mutui ipotecari e favorendo, in tal modo, l'aumento della domanda di abitazioni. Tale effetto, a sua volta, alimentava ulteriormente i relativi prezzi, generando una bolla immobiliare. L'agevolazione della concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie era promossa anche dalla stessa bolla immobiliare. In caso di insolvenza dei mutuatari, infatti, le banche potevano comunque recuperare i fondi prestati attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione. Accanto alla bolla immobiliare e ai bassi tassi di interesse, la crescita dei mutui *subprime* era sostenuta dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione. Tali operazioni consentivano alle banche di trasferire i mutui, una volta "trasformati" in un titolo, a soggetti terzi, cioè le cosiddette "società veicolo". In tal modo, i crediti dei mutuatari potevano essere recuperati immediatamente, anziché alla fine del periodo di ammortamento, che poteva durare anche 10, 20 o 30 anni. La cartolarizzazione, pertanto, sembrava alle banche un metodo efficace per eliminare il rischio di insolvenza dei mutuatari, indebolendo così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, a loro volta, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati emettendo titoli a breve termine destinati agli investitori. Per approfondimento sul tema vedi: CONSOB, *La Crisi Finanziaria Del 2007-2009*, in <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>; Banca d'Italia, *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPLs) del sistema bancario italiano*, su <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/>.

²⁶⁴ Il sistema italiano aveva retto abbastanza bene il primo periodo di crisi, ma a peggiorare notevolmente la situazione fu il secondo periodo di recessione del 2011, scoppiato con la crisi del debito sovrano. Con la nuova recessione la capacità della clientela di ripagare il debito si è ulteriormente ridotta, comportando un nuovo aumento del tasso di formazione di nuovi crediti deteriorati e una ulteriore crescita della loro consistenza. Per approfondimento: Banca D'Italia, *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPLs) del sistema bancario italiano* su <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/>.

Conseguentemente alla crisi finanziaria del 2008, – c.d. crisi dei mutui *Subprime*²⁶⁵ – e soprattutto con la susseguente crisi del debito sovrano, in Italia, nel 2011, ci fu un significativo aumento dei *Non Performing Loans*, triplicandosi di circa 341 miliardi alla fine del 2015²⁶⁶. La recessione che ha colpito il nostro Paese, anche a seguito dell'epidemia da Covid 19, ha comportato delle difficoltà in capo alle imprese nell'onorare i propri debiti nei confronti del sistema bancario. Tali difficoltà hanno comportato l'incapacità dei debitori di rispettare le scadenze o adempiere alle obbligazioni. Si è avuta, così, una grande formazione di passività²⁶⁷ che è sfociata in una situazione molto grave²⁶⁸.

²⁶⁵ I prestiti *subprime*, definiti come prestiti o mutui erogati a clienti ad alto rischio, sono comunemente conosciuti come prestiti di qualità non primaria a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio che implicano per il creditore. Questi prestiti rappresentano un'opzione inferiore rispetto ai debiti primari, ossia prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili. Il sistema americano basa la definizione di mutuo *subprime* su un punteggio di credito che classifica tutti i debitori in una scala compresa tra 300 e 850 punti. Coloro che hanno un punteggio di credito inferiore a 620 sono definiti debitori *subprime*. La storia creditizia di coloro che richiedono un prestito *subprime* è caratterizzata da peculiarità tipiche, come due o più pagamenti effettuati oltre 30 giorni dopo la scadenza nell'anno precedente la richiesta del prestito, l'insolvenza di un mutuo negli ultimi due anni o la dichiarazione di bancarotta negli ultimi cinque. Il *Government Accountability Office* (GAO) degli Stati Uniti ha dichiarato nel giugno del 2007 che la quota percentuale sulle erogazioni dei nuovi mutui residenziali dei clienti che si rivolgevano alle Agenzie federali per la casa era scesa dal 19 al 6 per cento nel periodo dal 2001 al 2005. Nel frattempo, gli operatori privati del settore dei mutui *subprime* avevano registrato una crescita del 13 per cento nello stesso periodo e si erano quindi portati a ridosso del 20% del totale. Tuttavia, molte delle offerte più vantaggiose del settore privato si sono rivelate nel tempo assai svantaggiose per la clientela. Per approfondimento: Borsa Italiana, *Cosa sono i Subprime?*, 2007, su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>; M.RIZZO, *Economia etica, dai "mutui subprime" ai prestiti per le imprese colpite dalla pandemia: il nuovo rischio di una crisi mondiale* in www.repubblica.it/solidarieta/equo-e-solidale/2021/05/11/news/economia_etica_dai_mutui_subprime_ai_prestiti_sul_settore_immobiliare_il_nuovo_rischio_di_una_crisi_mondiale-300468413;

²⁶⁶ All'inizio del 2011 l'ammontare di NPL si aggirava, circa, a 133 miliardi. In Italia, il tasso di crescita medio annuo degli NPLs dal 2008 è stato di circa il 20% 4 volte superiore alla media europea. A dicembre 2014 i NPLs delle banche italiane erano pari a circa euro 350 miliardi, corrispondente al 17,7% del totale degli impieghi; le sofferenze (la "peggiore" categoria di NPLs) si attestavano a dicembre 2014 a circa il 57% del totale NPLs. Nonostante oggi sembri palesarsi un tendenziale ridimensionamento dei flussi in entrata, lo *stock* di NPLs (pari a oltre il 20% del PIL nazionale) rimane notevole. Per approfondimento vedi anche C. BARBAGALLO, *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Roma, 2017; vedi anche G. IANNOTTA, L. LEUCI, M. ORIANI, *Laboratorio Di Analisi Monetaria Osservatorio Monetario* n. 2/2015, p. 35, su https://centridiricerca.unicatt.it/lam-OM_26giu.pdf.

²⁶⁷ Secondo un'analisi svolta da KPMG "*oltre 1.000 miliardi di Non Performing Loan in Europa, quasi 300 miliardi solo in Italia. Sono questi i numeri di un fenomeno che ha colpito pesantemente il settore finanziario negli ultimi dieci anni*". Per approfondimento vedi anche *I Non Performing Loan in Italia Trend in atto e prospettive future*, su <https://kpmg.com/it/it/home/insights/2018/07/i-non-performing-loan-in-italia.html>.

²⁶⁸ Per approfondimento Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in Riv. trim. dir. ec., 2019, Suppl. n. 2, ed. II, p. 1.

Le banche sono istituti di credito, pubblici o privati, che esercitano congiuntamente l'attività di raccolta tra il pubblico e l'esercizio del credito²⁶⁹ verso i soggetti che ne fanno richiesta, siano essi imprese o privati²⁷⁰. Il rischio di credito è una tipologia di rischio connaturata all'attività bancaria ed è definito come “*la possibilità che una variazione inattesa del merito creditizio di una controparte generi una corrispondente variazione inattesa del valore corrente della relativa esposizione creditizia generale*”²⁷¹. Può accadere che un debitore²⁷² ripaghi solo parzialmente il suo debito ovvero che onori per l'intero il suo debito, ma in ritardo.

In particolare, con rischio di credito²⁷³ si intendono diverse declinazioni di rischio: (i) il “rischio finanziario”, che si concretizza quando la controparte beneficiaria del prestito adempie con ritardo più o meno grave agli obblighi contrattuali di rimborso; (ii)

²⁶⁹ Ex art. 10 del TUB, viene definita l'attività bancaria, come: “*La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge*”. L'attività di raccolta e l'esercizio del credito, sono le due principali attività svolte dalle banche. Negli ultimi anni si è assistito a uno sbilanciamento verso l'attività di concessione di credito nei confronti di attività produttive e famiglie. Per approfondimento: <https://www.brocardi.it/testo-unico-bancario/titolo-ii/capo-i/art10.html>.

²⁷⁰ A. URBANI, *L'attività delle banche*, Padova, 2010, p. 100 ss.

²⁷¹ A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, 2008, Milano, p. 351; cfr P. BONTEMPI, *Diritto bancario e assicurativo*, Torino, 2021 p. 30-34

²⁷² Per analizzare le caratteristiche del debitore e di conseguenza per stimare il grado di solvenza, si utilizza la *credit quality* con la *Probability of Default* (PD), cioè la probabilità che la controparte sia insolvente.

²⁷³ Con l'accezione rischio di credito non si deve ricomprendere solo la classica ipotesi di *default* della controparte ma si deve avere cura di avere una visione d'insieme. La crisi finanziaria globale recentemente verificatasi, che ha causato il fallimento di alcune delle più grandi istituzioni finanziarie, ha attratto una sempre maggiore attenzione sul tema del rischio di credito, e più specificamente sulla controparte di credito (*Counterparty Credit Risk*), nonché sugli effetti potenzialmente disastrosi che un'eccessiva esposizione ai derivati *Over The Counter* (OTC) può avere nei confronti di controparti ad alta probabilità di insolvenza. Negli ultimi anni, il mercato dei derivati OTC è cresciuto in modo esponenziale, creando una fitta rete di connessioni tra le banche mondiali. La sottovalutazione collettiva del rischio di controparte da parte degli investitori ha portato ad una crescita eccessiva del nozionale complessivo dei derivati (colossi come *Lehman Brothers*, *Bear Stearns* o *AIG American International Group* venivano considerati dal mercato come controparti senza rischio). La necessità di raggiungere una regolamentazione comune del sistema bancario, in particolare per quanto riguarda la misurazione e la gestione del rischio, ha portato alla creazione dell'organizzazione internazionale conosciuta come il Comitato di Basilea, il quale ha il ruolo di promuovere la cooperazione tra le banche centrali, gli organismi e le autorità equivalenti sui temi della stabilità monetaria e finanziaria. In particolare, con l'introduzione del concetto di *Credit Value Adjustment* (CVA) con Basilea III, le banche sono state in grado di determinare il valore del rischio in caso di variazione della componente creditizia, basandosi sul calcolo del valore di un portafoglio in condizioni normali (senza rischio) e in condizioni di potenziale insolvenza, ovvero qualora la controparte interessata nell'accordo non sia in grado di onorare gli impegni finanziari assunti. Per approfondimento: C. CECI, *Introduzione al rischio di credito, valutazione dei derivati creditizi*, p.1 su <https://clecm.unich.it/download.php?id=1866>.

“rischio patrimoniale” che si verifica quando la parte che ottiene il prestito, per una sopravvenuta impossibilità di adempiere alle proprie obbligazioni, si trova in uno stato di insolvenza²⁷⁴ (*default risk*); (iii) il mero deterioramento del merito creditizio (*downgrading*²⁷⁵) o un ampliamento del premio al rischio richiesto dal mercato (*credit risk spread*). Condizione necessaria per la configurazione di tale rischio è che il deterioramento o l’insolvenza sia un evento inatteso in quanto la banca, nel momento in cui formula il prezzo di una operazione, deve tener conto del costo della perdita attesa.

Come sopra esposto, l’Italia è stata fortemente colpita dalla crisi finanziaria e questo ha avuto un impatto significativo sul settore bancario, che rappresenta la principale fonte di finanziamento per le imprese. Di conseguenza, le banche italiane si sono trovate ad affrontare un aumento della quantità di crediti deteriorati, esponendosi al rischio di insolvenza delle imprese che hanno ricevuto i finanziamenti. Tra il 2009 e il 2015, l’ammontare dei crediti deteriorati delle banche italiane è cresciuto notevolmente, passando da 133 miliardi a 341 miliardi, con un tasso di crescita annuo composto del 17%²⁷⁶. Va sottolineato che, oltre alla crisi finanziaria, ci sono stati altri fattori che hanno contribuito in modo significativo all’aumento dei crediti deteriorati in Italia, tra cui la brusca riduzione del PIL e l’inefficienza del sistema giudiziario italiano²⁷⁷.

²⁷⁴ L’insolvenza si sostanzia in uno squilibrio tra il valore di mercato delle attività patrimoniali dell’impresa affidata e l’ammontare delle sue passività, il che pone la banca nella impossibilità di veder integralmente soddisfatte le proprie ragioni creditorie. L’insolvenza costituisce lo stadio finale di una involuzione irreversibile della gestione delle imprese affidate, involuzione che inizialmente investe il loro equilibrio lucrativo; questa ingenera, conseguentemente, successivi squilibri finanziari i quali, a loro volta, in assenza di un riequilibrio della gestione lucrativa, finiscono, poi, per dar vita anche a situazioni di squilibrio patrimoniale. Il rischio finanziario ed il rischio patrimoniale hanno, frequentemente, manifestazioni successive nel tempo: il manifestarsi di una situazione di insolvenza è solitamente, ma non necessariamente, preceduto da uno o più inadempimenti degli obblighi di remunerazione e rimborso dei capitali ottenuti in prestito, contrattualmente assunti dall’affidato nei confronti della banca. L’inadempimento di quegli obblighi può anche essere suscitato da transitori squilibri tra i contrapposti flussi numerari che caratterizzano la gestione delle imprese affidate. L’inadempimento, quando non è espressione di una situazione di insolvenza, solitamente non ingenera perdita alcuna delle somme erogate ma comporta esclusivamente un ritardo del loro rientro nell’ambito della gestione numeraria dall’azienda bancaria. Per approfondimento cfr. A. CIRILLO, *La valutazione probabilistica del rischio di credito*, Roma, 2005, p. 3.

²⁷⁵ Per rischio di *downgrade* ci si riferisce all’inatteso deterioramento del credito ovvero un declassamento del *rating*. Per approfondimento: C. CECI, *Op. cit.*, p. 1, su <https://clecm.unich.it/download.php?id=1866>.

²⁷⁶ Per approfondimento: KPMG, *I Non Performing Loan in Italia, trend in atto e prospettive future*, 2018, p. 4, in <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2018/07/I-Non-Performing-Loan-in-Italia-2018.pdf>.

²⁷⁷ In Italia l’efficienza della giustizia civile è ancora molto bassa: sono necessari in media 1350 giorni per risolvere una causa di recupero crediti, contro i 470 della media europea. Inoltre, solo il 30% dei crediti in fase di recupero arriva a una conclusione entro due anni dalla presentazione della richiesta, rispetto alla

Negli ultimi dieci anni²⁷⁸ si è assistito ad una veloce *escalation* di fallimenti che ha innestato un circolo vizioso, comportando un innalzamento dell'ammontare dei prestiti deteriorati²⁷⁹. Davanti a tale massa di crediti deteriorati, la scelta per le banche poteva essere: (i) mantenere nel bilancio tali crediti, ovvero (ii) cedere sul mercato tali crediti in modo da non farli pesare più nel proprio bilancio. Questo fenomeno ha portato gli enti creditizi italiani a dover affrontare una serie di sfide, tra cui la necessità di ridurre il peso dei crediti deteriorati nei propri bilanci e di ripristinare la fiducia degli investitori nel sistema bancario italiano²⁸⁰. La condizione delle imprese è peggiorata notevolmente, portando ad un aumento significativo del tasso di crediti deteriorati e del loro impatto sui bilanci delle banche.

media europea del 50%. Ciò significa che molte procedure giudiziarie durano troppo a lungo e spesso non portano a risultati soddisfacenti per gli istituti di credito, che finiscono per dover accantonare maggiori riserve per coprire tali crediti. Per approfondimento: Accademia Politica, *I crediti deteriorati (NPL) nel post-Covid: fanno ancora paura?* 2022 su <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/03/25/npl-crediti-deteriorati-banche/>.

²⁷⁸ Per approfondimento: F. CARPIGLIONE, La problematica dei crediti deteriorati, *Rivista dell'economia* n.2, 2019, p 2, su http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2019_02_RTDE_supplemento_2.pdf.

²⁷⁹ I fattori di maggiore incidenza sull'aumento dei crediti deteriorati sono (i) fattori macroeconomici, (ii) fattori istituzionali, (iii) fattori specificatamente attinenti al mondo bancario, c.d. *bank specific*. Nel caso *sub i*) si sottolinea come vi sia una correlazione tra il prodotto interno lordo e l'ammontare di NPLs nei bilanci delle banche. In particolare, durante le fasi di espansione economica, si evidenzia un aumento dei fidi concessi dagli intermediari, e, di conseguenza, in corrispondenza delle recessioni, un incremento dei crediti deteriorati, complice una ridotta attenzione al rischio creditizio in fase espansiva. Nel caso *sub ii*) Nella sfera degli intermediari finanziari, assume un ruolo predominante la considerazione dell'efficienza del sistema giudiziario nel contesto dello Stato in cui l'intermediario medesimo opera, poiché la suddetta condizione esercita un impatto fondamentale sulla capacità di smaltimento degli NPLs. Infatti, l'efficacia dei meccanismi di escussione dei crediti in default e delle garanzie rappresenta elementi centrali che, a loro volta, ripercuotono direttamente sulla possibilità, da parte delle banche, di recuperare quante più attività non performanti possibili. Nel caso *sub iii*) Riferendosi ad un particolare intermediario, è importante prendere in considerazione alcuni fattori specifici come la redditività, la capitalizzazione, la diversificazione, le dimensioni, l'efficienza operativa, e la tipologia di controparti con cui l'intermediario è coinvolto. Questi fattori sono tutti importanti per comprendere i rischi e le opportunità di investire con quest'ultimo intermediario. Ulteriori variabili incidono, in misura inferiore, sulla dinamica degli NPLs, tra cui: tasso di disoccupazione, inflazione, tassi di interesse, tassi di cambio, andamento del mercato azionario e prezzo degli immobili. Per approfondimento: cfr. M. COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Milano, 2018, pp. 17 ss; R. NATOLI, *L'escussione stragiudiziale accelerata delle garanzie reali nella proposta di direttiva sui crediti deteriorati (NPL)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II, p. 59 ss.

²⁸⁰ Per approfondimento: Banca d'Italia, *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPLs) del sistema bancario italiano*, disponibile online su <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/>; C. BARBAGALLO, *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti 2017* https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/Barbagallo_CISL_06062017.pdf

Una seconda fase di crisi è iniziata nel 2011 con la crisi del debito sovrano italiano²⁸¹. La recessione ha ulteriormente compromesso la capacità dei clienti di ripagare i propri debiti, generando un ulteriore aumento del tasso di crediti deteriorati e della loro gravità. In seguito, la situazione ha subito un miglioramento, infatti, il fenomeno dei crediti deteriorati è stato notevolmente ridotto grazie agli interventi adottati, per poi nuovamente aggravarsi a causa della crisi pandemica seppur in modo meno marcato.

A partire dal 2014, soprattutto nei Paesi con elevati NPL, le banche, anche a seguito della spinta regolamentare, hanno dovuto, da un lato, rivisitare i propri modelli operativi di gestione dei crediti deteriorati e, dall'altro, mettere in atto un forte processo di *de-risking*. La maggior parte dei Paesi con elevato numero di crediti deteriorati, presentano variazioni dell'*NPL Ratio* significativamente diverse nonostante, alcuni di essi, abbiano registrato una simile variazione del PIL²⁸².

Alcuni studiosi, come Berger e DeYoung (1997)²⁸³, hanno esaminato quattro diversi fenomeni che determinano una relazione tra l'efficienza nella gestione dei costi e il problema dei prestiti: (i) *bad luck*, (ii) *bad management*, (iii) *skimping* e (iv) *moral hazard*. Il concetto di *bad luck* viene utilizzato per indicare le difficoltà esterne che causano un aumento della problematica dei prestiti per la banca. Si verifica un incremento esogeno dei crediti deteriorati e pertanto, anche le banche più efficienti subiscono dei costi aggiuntivi per il recupero o il fallimento dei prestiti.

Per *bad management* si intende un fenomeno caratterizzato da bassa efficienza nei costi e basso controllo, monitoraggio e assicurazione nei crediti concessi, sia riguardo alle

²⁸¹ F. BUSETTI e P. COVA, *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana* in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n.201, 2013 in www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0201/QEF_201.pdf

²⁸² Questo significa che la relazione tra il PIL e l'*NPL Ratio* non è sempre lineare, poiché altri fattori possono influenzare la qualità degli attivi bancari. Ad esempio, la gestione della crisi finanziaria, le politiche di sostegno del governo alle banche, le riforme del sistema bancario, le differenze nella qualità dei prestiti e la gestione degli stessi da parte delle banche, possono influenzare il tasso di crediti deteriorati in modo diverso da Paese a Paese, anche se il PIL si comporta in modo simile. È il caso dell'Italia e della Grecia. Questo è accaduto per effetto delle significative cessioni di portafogli di crediti deteriorati che si sono registrate nel nostro Paese a seguito del *de-risking* posto in essere dalle banche. Per approfondimento cfr L. IANNILLI, *Le non-performing exposures: contesto regolamentare e di mercato*, p. 27-28 disponibile online su <https://www.odcec.roma.it/index.php?option=com>

²⁸³ A. N. BERGER, R. DEYOUNG, *Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks*, in *Journal of Banking and Finance*, 1997, disponibile online su <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1997/199708/199708pap.pdf>

operazioni giornaliere, sia riguardo alla gestione del portafoglio di crediti. Questo fenomeno ha un ordine temporale opposto rispetto a quello precedente, in quanto l'inefficienza è precedente al problema dei crediti, ma entrambe le ipotesi predicono che i NPLs saranno negativamente correlati con l'efficienza dei costi. Questa scarsa efficienza comporta un riscontro negativo nella *performance*²⁸⁴ della banca.

Lo *skimping* (“risparmiare”) prevede che una grande efficienza nella gestione dei costi può portare a poche risorse allocate alla sottoscrizione e al monitoraggio dei crediti e ciò inevitabilmente influenza la qualità dei prestiti. “Risparmiare” sulla gestione dei crediti può apparire efficiente nel breve termine ma porterà a possibili costi per affrontare i maggiori problemi riguardanti la *performance* dei crediti in futuro. In questa ipotesi la correlazione tra NPLs ed efficienza nella gestione dei costi ha lo stesso ordine temporale del *bad management* ma ha un segno opposto: lo *skimping* mostra un rapporto positivo tra l'efficienza nei costi e i crediti deteriorati.

Infine, è da evidenziare che il fenomeno del *Moral Hazard* costituisce una forma di asimmetria informativa *ex post* che si manifesta, per esempio, successivamente alla sottoscrizione di un contratto o all'attribuzione di un prestito finanziario. In tal caso, il beneficiario del prestito tende ad assumere comportamenti più rischiosi di quelli che avrebbe adottato impiegando risorse proprie, al fine di conseguire un rendimento superiore, consapevole del fatto che il rischio viene trasferito al finanziatore, il quale non è in grado di controllare le scelte dell'altro contraente. Ciò implica, per le banche con meno capitale, una tendenza ad aumentare la rischiosità del proprio portafoglio di prestiti, con la conseguenza che nel medio periodo si riscontreranno maggiori crediti in sofferenza.

Secondo la definizione della Banca d'Italia, i prestiti non performanti (NPL) vengono classificati per tipologia di *default*:

(i) sofferenze, qualificate come esposizioni nei confronti di mutuatari in stato d'insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili, sono la tipologia più grave per

²⁸⁴ Efficienza viene misurata tramite indici che individuano il livello di redditività: (i) *Return on Equity* (misura la capacità del patrimonio netto di generare profitti, si calcola: (utile netto/patrimonio netto) x100, (ii) *Return on Asset* (misura la redditività relativa al capitale, si calcola: (Utile netto/totale attivi) x100 e (iii) *Spread*. Per approfondimento: P L. PICCARI, *Op. cit.* p. 39 e ss.

l'istituto bancario. La segnalazione di sofferenza da parte di un istituto di credito sopraggiunge nel momento in cui non è andata a buon fine una soluzione di negoziazione per ottenere il rientro dell'esposizione debitoria, quella che tecnicamente viene definita "posizione di incaglio"²⁸⁵.

(ii) inadempienze probabili²⁸⁶ (*unlikely to pay*, UTP), definiscono improbabile che, senza il ricorso ad azioni specifiche, come ad esempio l'escussione di garanzie, il debitore adempia integralmente alle proprie obbligazioni creditizie. Queste inadempienze si riferiscono sia al capitale che agli interessi. Per questa classificazione non è necessario attendere un'evidente anomalia nel rapporto creditizio (ad esempio, un mancato rimborso), ma è sufficiente che esistano elementi che lascino presumere un rischio di inadempimento del debitore. Inoltre, per i debitori la cui inadempienza rientra in questa categoria di esposizioni c'è ancora possibilità che possano essere riportati in *bonis*, grazie a interventi mirati. Sofferenze e inadempienze probabili hanno caratteri sottostanti profondamente diversi: le prime sono crediti con un grado di deterioramento irreversibile, essendo verso soggetti insolventi, le seconde si rifanno al concetto di *unlikeliness to pay* (improbabile adempimento) del debitore nell'adempimento integrale delle obbligazioni contrattuali, senza azioni *ad hoc* quali, ad esempio, l'escussione di garanzie. L'approccio richiesto per gestire le due categorie è profondamente diverso: infatti, nel caso delle sofferenze la finalità è liquidatoria, trattandosi di crediti inesigibili in cui la controparte versa, generalmente, in una procedura fallimentare; al contrario nell'inadempienza probabile la finalità è gestoria in quanto le controparti vivono una crisi temporanea e possono, come detto, tornare *in bonis*.

²⁸⁵ Le principali conseguenze di questo sono (i) la revoca dei fidi sia presso l'istituto di credito interessato sia presso tutti gli istituti e le banche verso i quali il cliente ha avuto rapporti debitori; (ii) l'adozione di un provvedimento monitorio (decreto ingiuntivo e/o provvedimento di provvisoria esecuzione) per il recupero del credito; (iii) l'iscrizione della parte insolvente nella Centrale dei Rischi, tale iscrizione è molto pesante per il debitore in quanto comporta che tale soggetto non potrà richiedere denaro presso nessun altro istituto di credito.

²⁸⁶ Definite nella Circolare 272/2008 Banca di Italia "si intendono per inadempienze probabili le esposizioni creditizie per le quali l'intermediario giudichi improbabile che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie. Tale valutazione va operata in maniera indipendente dalla presenza di eventuali importi (o rate) scaduti e non pagati" Per approfondimento: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c272/index.html>.

(iii) esposizione per le quali la banca ritiene probabile che il debitore non sarà in grado di ripagare integralmente il prestito, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie.

(iv) finanziamenti scaduti e/o sconfinanti – c.d. *Past Due* – sono scaduti o eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni e oltre una predefinita soglia di rilevanza. Sono esposizioni scadute e/o sconfinanti i crediti per cassa, diversi da quelli classificati tra le sofferenze o le inadempienze probabili che, alla data di riferimento della segnalazione, sono scadute o sconfinanti. Possono essere determinate facendo riferimento, alternativamente, al singolo debitore o alla singola transazione, secondo i criteri stabiliti dalla Banca d'Italia. Precisamente, le esposizioni verso una banca o un intermediario finanziario sono classificate come deteriorate se il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni consecutivi²⁸⁷. Al contempo, in base al paragrafo 16 delle Linee Guida EBA, il conteggio dei giorni di arretrato – rilevante ai fini della classificazione a default – decorre dalla data in cui “l'importo del capitale, degli interessi o delle commissioni non sia stato pagato alla data in cui era dovuto”, vale a dire dal momento in cui esso diviene esigibile in base al diritto a esso applicabile.

Seppure dal 2014 è stata elaborata una definizione armonizzata²⁸⁸ di esposizioni deteriorate nella classificazione di queste, rimangono delle differenze. Infatti, è opportuno sottolineare che in Italia la definizione di inadempienza probabile differisce da quella adottata a livello europeo “*unlikely to pay*”. In Italia si tiene conto del livello di rischio delle esposizioni, includendo sia quelle già scadute che quelle ancora in corso; oltre le alpi, invece, si escludono le esposizioni scadute da oltre 90 giorni, che rientrano nella categoria delle cosiddette “*past-due exposures*”.

²⁸⁷ In base al par. 16 delle Linee Guida EBA il conteggio dei giorni di arretrato rilevante ai fini della classificazione a default decorre dalla data in cui “l'importo del capitale, degli interessi o delle commissioni non sia stato pagato alla data in cui era dovuto”, vale a dire dal momento in cui esso diviene esigibile in base al diritto a esso applicabile. Per approfondimento: *applicazione della definizione di default ai sensi dell'articolo 178 del regolamento (ue) n. 575/2013 e adeguamento delle definizioni di esposizioni creditizie deteriorate*, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Nota-di-chiarimenti-del-23-settembre-2022.pdf>.

Quando si parla di crediti deteriorati del sistema bancario, si suole differire tra crediti deteriorati lordi e netti²⁸⁹. I primi rappresentano la somma che il debitore deve restituire alla banca²⁹⁰, mentre i secondi sono una stima di quanto la banca prevede di recuperare effettivamente. Le esposizioni nette corrispondono alla differenza tra i valori lordi e le rettifiche di valore contabili rilevate dalla banca per coprire le eventuali perdite.

Per valutare la qualità del credito è importante considerare l'intero volume dei crediti deteriorati, poiché le posizioni creditizie possono spostarsi tra le varie classi di rischio (sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute o sconfinanti deteriorate), senza che ciò abbia necessariamente un impatto sull'aggregato complessivo dei crediti deteriorati. Inoltre, è importante fare attenzione a eventuali variazioni nelle diverse componenti dell'aggregato perché queste potrebbero fornire informazioni incomplete o fuorvianti, riguardo alla situazione complessiva dei crediti deteriorati. Ad esempio, un aumento delle sofferenze potrebbe essere semplicemente il risultato di una riclassificazione di inadempienze probabili, senza influire sull'insieme dei crediti deteriorati.²⁹¹

La centrale rischi svolge un ruolo fondamentale nella gestione delle esposizioni deteriorate delle banche e delle società finanziarie. La sua funzione è quella di raccogliere, registrare e diffondere informazioni sulla situazione finanziaria ed economica degli utenti del credito, come clienti, imprese e professionisti, al fine di valutare il rischio di credito associato a tali soggetti. La Banca per monitorare la situazione dei suoi clienti riceve i

²⁸⁹ Per approfondimento: D. BRISCOLINI, P. MADDALONI, G. NUZZO e F. R. RINALDI, Op. cit., p.2, su https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2023/Metodi_e_Fonti_La-qualita-del-credito.pdf.

²⁹⁰ Per finalità statistiche, nell'analisi della rischiosità del cliente è preferibile usare i valori lordi in quanto non tengono conto di eventuali accantonamenti destinati a coprire le perdite attese. Per approfondimento: D. BRISCOLINI, P. MADDALONI, G. NUZZO e F. R. RINALDI, Op. cit., p.4 in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-approfondimenti/metodi-fonti-2023/Metodi_e_Fonti_La-qualita-del-credito.pdf.

²⁹¹ Per approfondimento: D. BRISCOLINI, P. MADDALONI, G. NUZZO e F. R. RINALDI, *Metodi e fonti: approfondimento*, 2023, su <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/03/Banca-dItalia-La-qualita-del-credito.pdf>.

flussi di ritorno²⁹² dalla Centrale Rischi²⁹³. Sulla base di tale segnalazione, la banca è in grado di capire il grado di rischio sussistente e conseguentemente adottare le valutazioni idonee alla gravità delle singole anomalie. La segnalazione²⁹⁴, con cadenza semestrale, viene effettuata o dalla banca capogruppo ovvero da una singola banca²⁹⁵ autorizzata e iscritta all'albo. Tali segnalazioni sono utili al fine di recepire informazioni dettagliate sulle esposizioni in sofferenza in modo tale da facilitare la consultazione e incentivare il mercato degli NPL²⁹⁶. La segnalazione ha come oggetto tutte le informazioni relative alle esposizioni in sofferenza: (i) sussistenza di garanzie, che attenuano il rischio, (ii)

²⁹² I flussi di ritorno sono uno dei servizi che la Centrale Rischi offre alle banche. Sulla base delle informazioni ricevute, la Banca d'Italia produce mensilmente degli elaborati che fornisce ai vari segnalanti. I flussi di ritorno si distinguono in statistici e nominativi. I flussi di ritorno statistici sono il risultato di una diversa aggregazione di segnalazioni di vigilanza, tassi d'interesse e dati provenienti dalla Centrale dei rischi, che permettono ai segnalanti di integrare le informazioni nei loro sistemi informativi interni. Sfruttare queste basi dati significa migliorare la gestione e il controllo delle banche e delle società finanziarie, riducendo il rapporto costo/beneficio nella produzione delle segnalazioni. Al contrario, i flussi di ritorno nominativi sono specifici per ciascun segnalante e sono ottenuti dalle informazioni della Centrale dei rischi. La Banca d'Italia raccoglie le informazioni sui finanziamenti concessi dai diversi intermediari e le aggrega in base ai nominativi dei clienti, calcolando l'indebitamento complessivo del cliente verso il sistema creditizio e finanziario. Questa posizione globale di rischio non tiene conto del dettaglio del singolo intermediario finanziatore. La Centrale dei rischi invia poi ai singoli intermediari la posizione globale di rischio riferibile a ciascun cliente segnalato da loro, insieme alla posizione globale di rischio riferibile ai soggetti collegati alla clientela segnalata e altre informazioni di corredo. Per approfondimento vedi anche: Banca D'Italia, *I Flussi di ritorno*, su <https://www.bancaditalia.it/statistiche/servizi/flussi-ritorno/index.html>.

²⁹³ La Centrale Rischi è stata introdotta con decreto del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio. Divenne operative ben due anni dopo, fino al 2008 la sua attività era limitata al raccogliere le segnalazioni su esposizioni dal valore maggiore a 75.000; dal primo gennaio 2009 il limite si è abbassato a 30.000. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sulle esposizioni in sofferenza*, p.3 su [/https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf](https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf).

²⁹⁴ La segnalazione prevede 3 livelli di informazioni: (i) singola linea di credito, (ii) singola garanzia reale e (iii) singola garanzia non reale. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sulle esposizioni in sofferenza*, p.3, su [/https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf](https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf).

²⁹⁵ Per banca singola si intende la banca non ricompresa nel gruppo bancario, e che controlli, insieme ad altri soggetti, società bancarie, finanziarie partecipate da almeno il 20% dei diritti di voto o del capitale.

²⁹⁶ Il mercato degli Npl viene incentivato in quanto, tramite tali segnalazioni, la banca avrà tutte le informazioni sulle esposizioni deteriorati. Il possesso di tali informazioni è molto utile nel momento in cui si opta per la cartolarizzazione dei crediti. Più si riuscirà a fornire al cessionario un set completo di informazione più la cessione diverrà appetibile e potrà essere finalizzata a un prezzo maggiore. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sulle esposizioni in sofferenza*, p.3 in [/https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf](https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf)

informazioni in merito allo stato delle procedure di recupero²⁹⁷. Tutte le segnalazioni fanno riferimento alle esposizioni lorde²⁹⁸ e per cassa.

La Centrale Rischi, come risposta alle segnalazioni, fornisce al sistema vari servizi: (i) flusso di ritorno, personalizzato e statistico; (ii) servizio di prima informazione; (iii) altre informazioni²⁹⁹.

3.1.1 L'evoluzione del contesto normativo

Numerose novità sono state introdotte negli ultimi anni per fronteggiare il momento di crisi e per rafforzare la fiducia del mercato nei confronti degli istituti finanziari. Molti di questi cambiamenti hanno riguardato, direttamente o indirettamente, proprio il tema dei *Non Performing Loans*, uno degli argomenti di maggior attenzione ed interesse per le autorità di vigilanza. Alcune di queste novità regolamentari sono già entrate in vigore, come il *Single Supervisory Mechanism* (SSM)³⁰⁰, la nuova

²⁹⁷ Per stato della procedura di recupero si intende l'eventuale azione intrapresa alla data di segnalazione, inerente al recupero dell'esposizione creditizia. Gli stadi possono essere riassunti in: (i) nessuna azione, (ii) lettera formale, (iii) negoziazione piano di rientro, (iv) piano di rientro in atto, (v) avvio procedure legali (sostanzialmente coincide con la richiesta di decreto ingiuntivo), (vi) fase di definizione delle procedure legale, (vii) fase di attuazione delle procedure legale e (viii) in attesa di riscossione. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sulle esposizioni in sofferenza*, p.11 in [/https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccoltadati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf](https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccoltadati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf).

²⁹⁸ Si fa riferimento al reale valore di bilancio, al lordo di qualsiasi stralcio ma, al netto delle cancellazioni parziali. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sulle esposizioni in sofferenza*, p.9 in [/https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccoltadati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf](https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccoltadati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf)

²⁹⁹ Per approfondimento: Banca D'Italia, *Centrale dei rischi Istruzioni per gli intermediari creditizi*, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c139/c139-8agg.pdf>

³⁰⁰ Il *Single Supervisory Mechanism*, SSM, (in italiano Meccanismo di Vigilanza Unico, MVU) è uno dei tre pilastri dell'Unione Bancaria, istituito e disciplinato dal Regolamento (UE) n. 1024/2013 ed entrato in funzione nel novembre 2014. Insieme al Meccanismo di Risoluzione Unico e al Sistema di Garanzia dei Depositi, costituiscono il sistema europeo di vigilanza bancaria che comprende la BCE e le autorità nazionali di vigilanza dei paesi partecipanti. Le principali finalità della vigilanza bancaria europea sono: (i) salvaguardare la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo, (ii) accrescere l'integrazione e la stabilità finanziarie e (iii) assicurare una vigilanza coerente.

Per approfondimento: S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria europea in Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Atti del convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale n. 75, Banca d'Italia, in www.bancaditalia.it; Intesa Sanpaolo, *Il Single Supervisory Mechanism (SSM)*, 2015 https://st.ilsole24ore.com/st/glossarioBCE/files/Il_Single_Supervisory_Mechanism.pdf.

classificazione dei crediti deteriorati emanata dalla Banca d'Italia³⁰¹ e le linee guida sui *Non Performing Loan* della Banca Centrale Europea, l'IFRS 9³⁰², le linee guida per le banche *Less Significant*³⁰³ e il *Calendar Provisioning*³⁰⁴.

Come esposto nel precedente paragrafo, a seguito della recessione del 2008, l'insorgenza dei *Non Performing Loans* ha iniziato a destare preoccupazione anche in Italia. Sia a livello interno che europeo sono state poste in essere misure di contenimento del rischio. A tale scopo sono stati promulgati vari regolamenti e linee guida atti a contenere il fenomeno.

Per meglio riordinare il complesso e critico panorama, nel 2013 vi è stata un'analisi da parte dell'EBA "*The Implementing Technical Standard on the NPEs*³⁰⁵", atta a cristallizzare le classificazioni fornite dalle varie legislazioni europee delle tipologie di esposizioni deteriorate. In accordo con tale disposizione sono state evidenziate due

³⁰¹ Circolare n. 272/2008 c.d. Matrice dei conti. Per approfondimento: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2009/matr-conti-bozza/matr_conti_bozza.pdf

³⁰² Tale principio contabile è entrato in vigore nel 2014 tramite la pubblicazione da parte dell'*International Accounting Standards Board* del *International Financial Reporting Standard (IFRS)9*. Il Principio mira a migliorare l'informativa finanziaria sugli strumenti finanziari affrontando problemi sorti in materia nel corso della crisi finanziaria. In particolare, l'IFRS 9 risponde all'invito del G20 ad operare la transizione verso un modello più lungimirante di rilevazione delle perdite attese sulle attività finanziarie. Per approfondimento: REGOLAMENTO (UE) 2016/2067 DELLA COMMISSIONE UE, 2016, su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R2067&from=IT>.

³⁰³ Le Linee Guida sono indirizzate ai gruppi bancari e alle banche *stand-alone less significant* sottoposte alla vigilanza diretta di Banca d'Italia. Tali linee Guida riprendono fedelmente le *Guidance to banks on non performing loans* rivolte alle banche *significant*, contenenti le *best practice* per la gestione degli NPL. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*, 2018, su <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Linee-Guida-NPL-LSI.pdf>.

³⁰⁴ Il *Calendar Provisioning* è stato introdotto tramite un Addendum, alla Linee Guida per le banche *Significant*, pubblicato dalla BCE il 15 marzo 2018, c.d. "*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*". Tramite l'applicazione dell' "approccio di calendario", non vengono accumulati, nei bilanci, gli NPL ma vengono svalutati secondo scadenze prestabilite Per approfondimento: 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* https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf

³⁰⁵ EBA/ITS/2013/03 del 24 luglio 2014. Per approfondimento: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/449824/EBA-ITS-2013-03+Final+draft+ITS+on+Forbearance+and+non-performing+exposures.pdf>.

categorie di esposizioni: (i) significative esposizioni scadute da almeno 90 giorni ed (ii) esposizione a rischio di rimborso se non tramite copertura addizionale.

Generalmente, l'identificazione di un credito deteriorato può riferirsi a tre macroaree: (i) profilo prudenziale, (ii) profilo armonizzato *dell'asset quality concept* e (iii) profilo contabile.

La prima macroarea, *sub i*, è ascrivibile al profilo prudenziale. Questo è riferibile alla definizione di *default* sancita nell'articolo 178 del regolamento 572/2013 (cd. *Capital Requirements Regulation, CRR*)³⁰⁶. Il Regolamento stabilisce una serie di requisiti necessari per considerare un debitore in stato di *default*. Questa valutazione è determinante per valutare il livello di rischio associato³⁰⁷ alla posizione, in base alla metodologia dei *rating* interni³⁰⁸ e al calcolo degli attivi ponderati per il rischio.

³⁰⁶ Un debitore è in stato di *default* quando si verificano entrambi o uno dei seguenti eventi: (i) inadempienza probabile (*unlikeliness to pay*), 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; (ii) arretrati da oltre 90 giorni (*past due criterion*): 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 classificazione e individuazione delle esposizioni deteriorate è svolta dalla funzione aziendale responsabile della gestione dei modelli interni di *rating*, valutando il loro livello di rischio. In caso di *default* dell'esposizione, il rischio di perdita aumenta e ciò comporta un impatto maggiore nel calcolo dei *risk weighted assets*. Di conseguenza, deve essere garantito il livello minimo di capitale regolamentare stabilito dalla normativa di vigilanza.

³⁰⁷ Risk Weighted Assets (RWA) è un metodo di valutazione dei rischi utilizzato dalle banche e dalle istituzioni finanziarie per calcolare il rischio del portafoglio.

Il concetto di RWA è basato sulla premessa che alcune tipologie di attività presentano un rischio maggiore di altri e di conseguenza richiedono una maggiore quantità di capitale per coprire il rischio.

Le banche sono tenute a mantenere un determinato rapporto tra il capitale e le RWA per garantire la solidità finanziaria e la stabilità dell'intero sistema bancario.

³⁰⁸³⁰⁸ Il metodo dei *rating* interni (IRB), conosciuto anche come *Internal Rating-based Approach*, rappresenta una delle opzioni disponibili per le banche. Tale metodo presenta due tipologie di calcolo distinte in relazione ai parametri di rischio per le classi di attività diverse dalle esposizioni al dettaglio: "di base" e "avanzato". La Banca d'Italia, previa verifica del rispetto di una serie di requisiti organizzativi e quantitativi, rilascia l'autorizzazione per l'utilizzo dei metodi IRB. Quest'ultima è subordinata al calcolo dei requisiti patrimoniali. Diversamente dal metodo *standard*, che si basa principalmente sul *rating* esterno della controparte, i metodi IRB prevedono valutazioni interne dei debitori da parte delle banche e stime del capitale necessario per coprire eventuali perdite nel tempo, con una certa probabilità. In particolare, i coefficienti di ponderazione vengono calcolati tenendo conto di elementi qualitativi come: *Exposure At Default* (EAD) - ovvero il valore delle attività di rischio per cassa e fuori bilancio (garanzie rilasciate e impegni) con l'utilizzo di un *Credit Conversion Factor* (CCF) per queste ultime; *Probability of Default* (PD) - ovvero la probabilità di insolvenza per ogni debitore o pool di attività in un orizzonte temporale di un anno; *Loss given Default* (LGD) - che rappresenta il valore atteso del rapporto tra la perdita relativa al default e l'importo di EAD, tenendo conto dei flussi recuperati e dei costi diretti e indiretti collegati al recupero dei crediti, attualizzati utilizzando un opportuno tasso di interesse; *Maturity* (M) - ovvero la media

La seconda macroarea è ascrivibile al c.d. profilo armonizzato *dell'asset quality concept*. L'EBA ha conferito alla definizione di *non performing exposure* un significato più vasto ricomprendendovi anche il credito scaduto da più di 90 giorni e il credito a rischio inadempimento. A livello interno, tali *standard* sono stati recepiti tramite il settimo aggiornamento della Circolare n. 272/2008³⁰⁹ di Banca di Italia.

Prima del recepimento delle definizioni euro unitarie, a livello interno, i crediti deteriorati erano classificati in (i) sofferenze, (ii) incagli, (iii) esposizioni ristrutturata, (iv) esposizioni scadute e/o sconfinanti, ora, grazie al settimo aggiornamento i crediti *non performing* vengono divisi in due macrocategorie: (i) *Non-performing Exposure* e (ii) Esposizioni oggetto di concessioni, c.d. *forbearance*. In queste categorie rientrano: attività finanziarie deteriorate per cassa³¹⁰ e fuori bilancio³¹¹; sono esclusi gli strumenti finanziari allocati nel portafoglio contabile³¹² e gli strumenti finanziari derivati³¹³.

delle durate residue contrattuali per una data esposizione, ponderata per il relativo importo; *Risk Weighting* (RW) - ovvero la ponderazione dei rischi; *Granularity* (G) - che prevede la correzione da apportare al totale delle attività ponderate per rischio per includere il livello di diversificazione dell'attivo nel sistema di calcolo. Per approfondimento ASSONEBB, *Metodo dei rating interni*, in https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=21091

³⁰⁹ Ormai vigente il 16 aggiornamento. Per approfondimento: Banca D'Italia, Circolare n. 272/2008 in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c272/index.html>. Il 7 aggiornamento risale a gennaio 2015. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Vigilanza Bancaria E Finanziaria Matrice Dei Conti Circolare n. 272 del 30 luglio 2008*, in https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivionorme/circolari/c272/CIRC272_7agg.pdf

³¹⁰ Con attività deteriorate per cassa si intendono quelle attività che l'azienda non è più in grado di recuperare e vengono contabilizzate come perdite in bilancio. Sostanzialmente, sono tutte quelle perdite che l'azienda ha subito effettivamente in termini di denaro contante.

³¹¹ Le attività finanziarie che diventano deteriorate vengono contabilizzate come perdite nell'anno in cui diventano deteriorate e questa perdita viene registrata nel conto economico dell'azienda. Una volta che l'attività finanziaria diventa deteriorata, non ha più alcun valore per l'azienda e pertanto viene esclusa dal bilancio dell'anno successivo.

³¹² Per strumenti finanziari allocati nel portafoglio contabile si intendono quelli strumenti finanziari come azioni, obbligazioni e fondi comuni di investimento che sono detenuti dall'azienda a lungo termine e che sono registrati nel portafoglio contabile. Questi strumenti finanziari sono considerati parte del patrimonio dell'azienda e vengono conteggiati nella valutazione della sua capacità di generare entrate e di coprire le spese.

³¹³ Cfr. sul tema C. D'AURIA, F. CHIEFALO, *le nuove definizioni di credito deteriorato*, 2015, p. 5.

L'ipotesi *sub i*) può essere suddivisa in: (a) sofferenze³¹⁴, (b) inadempienze probabili³¹⁵ (*unlikely to pay*), (c) esposizioni scadute e/o sconfinite.

L'ipotesi *sub ii*) suddivisibile in (a) *non performing exposures with forbearance measure*, (b) *forborne performing exposure*.

La terza macroarea è il c.d. assetto contabile³¹⁶, riferibile al concetto di c.d. *impairment* secondo lo schema dell'IFSR 9³¹⁷. L'*impairment* è un processo di calcolo che determina una riduzione del valore dei crediti e, secondo le norme contabili IFSR 9, si basa sulla stima delle perdite attese³¹⁸. In particolare, gli *asset* finanziari deteriorati devono essere rilevati quando esiste una prova oggettiva di deterioramento a seguito di uno o più eventi, e questi eventi di perdita hanno un impatto sui flussi finanziari futuri. Uno degli elementi fondamentali della metodologia d'*impairment* è rappresentata dalla

³¹⁴ Tale definizione non ha subito modifiche durante tale aggiornamento. SI può fare riferimento alla definizione fino ad ora utilizzata. Per approfondimento: BANCA D'ITALIA, *Op. cit* p. 2 in https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivionorme/circolari/c272/CIRC272_7agg.pdf

³¹⁵ Tale categoria ha sostituito i crediti incagliati. Unica rilevante modifica è stata l'eliminazione della categoria degli incagli oggettivi.

³¹⁶ La regolamentazione in materia contabile degli intermediari bancari è prevista dal Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali.

³¹⁷ Il principio IFRS 9 è la risposta alle pressioni che lo IASB ha ricevuto, subito dopo il sorgere della crisi economica del 2008, da parte del G-20 e dal *Financial Stability Forum* (FSF) affinché si potesse emanare un principio in grado di eliminare tutte le problematiche connesse allo IAS 39. Il nuovo principio contabile è stato emanato nel 2009, divenendo obbligatorio nel 2018. Le principali differenze tra i due modelli possono essere riassunte come segue: (i) a fronte di una mancata esplicita possibilità di segmentazione del portafoglio nello IAS 39, sotto il vigore dell'IFRS 9 sono previsti 3 *stage* di segmentazione in base al rischio di credito; (ii) nello IAS 39 era previsto un meccanismo di rilevazione delle perdite "statico" ossia sulla base delle *Incurring loss* a fronte di un criterio dinamico previsto da IFRS 9, *l'Expected loss*; (iii) l'orizzonte temporale della perdita può restare di un anno come precedentemente previsto ovvero diventare *lifetime*. Per approfondimento: F. BALLARIN, *IFRS 9: impairment semplificato*, Amministrazione e Finanza n. 11/2018, su <https://www.bdo.it/it-it/insights-it/audit/a-f-2018/ifrs-9-impairment-semplificato>; R. BARBARULO, C. BATTISTELLA, P. DIANA, A. LANDI, P. RINALDI, G. SOLDI, P. TONDELLI, *Aspetti regolamentari dei crediti UTP e le valutazioni degli acquirenti*, i Quaderni n. 88, Milano, p. 48 in <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj.> Vedi anche <https://www.dirittodellacrisi.it/file/jU4ZY5Qt0X8uZLVvHyRVQ6C81SR1z87XO0btFU9T.pdf/Ordine%20dei%20Dottori%20Commercialisti%20e%20degli%20Esperti%20Contabili%20di%20Milano.pdf>

³¹⁸ È proprio tale rilevazione delle perdite la differenziazione con il precedente modello di *impairment* contenuto nello IAS 39. Il modello iniziale si basava sul criterio dell'*incurred loss* per la rilevazione delle perdite, con tale modello veniva registrata la perdita già accaduta ovvero l'evento c.d. *trigger event* che segnava il momento in cui si rilevavano le perdite connesse. Il nuovo *impairment*, introdotto nel 2014 tramite la nuova creazione dell'IFRS 9, usa un criterio diverso di rilevazione delle perdite ossia si basa sulle cd perdite attese; tramite tale nuovo modello si ha l'utilizzo di un orizzonte temporale pari all'intera durata dello strumento finanziario per il calcolo delle perdite e dei relativi accantonamenti e una maggiore collaborazione con la funzione di risk management per favorire l'allineamento degli obiettivi di gestione del rischio insito negli strumenti finanziari con il loro trattamento contabile.

suddivisione delle esposizioni finanziarie in *stage*. Tale fase prevede una segmentazione del portafoglio crediti dell'entità bancaria, in cui per ogni *stage* sono previste specifiche valutazioni e metodologie per calcolare le perdite attese sugli strumenti finanziari. Gli *stage* sono suddivisi in tre categorie³¹⁹: due riguardano i crediti considerati ancora performanti e che quindi potrebbero generare i flussi di cassa previsti dal contratto, ed un terzo *stage* riservato ai crediti deteriorati.

In sintesi, la fase di allocazione degli *stage c.d. Stage allocation* permette di individuare le attività potenzialmente a rischio e di definire le strategie di gestione del rischio creditizio.

I crediti sono classificati in tre diverse categorie di rischio, chiamate "*staging*", che riflettono il grado di deterioramento del credito.

Nel primo stadio (*performing*), gli esposti non hanno subito un aumento significativo del rischio di credito rispetto all'iscrizione iniziale. In tale stadio, sono comprese principalmente le nuove esposizioni finanziarie che sono state rilevate di recente nel bilancio, insieme a tutte le vecchie esposizioni che mantengono un basso livello di rischio di credito. In questa fase, le banche possono mantenere anche esposizioni che hanno registrato un aumento del rischio di credito, purché restino pienamente performanti e il loro merito creditizio rimane di buona qualità. Durante lo *stage 1*, la perdita attesa sulle attività finanziarie è calcolata su un periodo di 12 mesi³²⁰.

Il secondo stadio, *Stage 2, (under performing)* include i crediti non deteriorati per i quali si è verificato un significativo aumento del rischio di credito rispetto alla valutazione iniziale, ma non tale da rappresentare un credito deteriorato. Il criterio non è molto specifico in merito alla classificazione di un credito come a "basso rischio"³²¹. Per questa categoria, l'eventuale perdita di valore va valutata lungo l'intera vita residua del

³¹⁹ Per approfondimento: Ernest Young, *Applying IFRS Impairment of financial instruments under IFRS 9*, 2018, p. 10, su https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/impairment-of-financial-instruments-under-ifrs-9-financial-instruments; D. VERGARI, M. MACELLARI, *IFRS 9 sfide e soluzioni: dalla metodologia alla messa a terra* p. 3 in https://www.abieventi.it/Downloads/12977_M-Macellari-e-D-Veragri-CRIF-Credit-Solutions.pdf.

³²⁰ Per approfondimento: Ernest Young, *op. cit.*, 2018, p. 10, su https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/impairment-of-financial-instruments-under-ifrs-9-financial-instruments.

³²¹ Per approfondimento: L. DE ANGELIS, *Le nuove regole contabili degli NPL, Non Performing Loans NPL*, in Fondazione Nazionale Commercialisti, 2019, p. 36.

credito (cioè, "lifetime ECL"). Il fatto che la visuale si estenda all'intera vita del credito rappresenta la maggiore differenza con IAS 39 in quanto viene completamente accantonato il criterio di *incurred loss*.

Il terzo stadio, *Stage 3 (non performing)*, riguarda i crediti deteriorati per i quali si è verificato un aumento del rischio di credito rispetto alla valutazione iniziale che ne ha peggiorato la qualità fino a renderli *impaired*. In questo caso, il valore del credito deve essere ridotto al valore attuale stimato dei flussi di cassa futuri attesi, che includono tutte le perdite attese durante l'intera vita residua del credito. Lo stage è utile in quanto sulla base dell'allocazione cambia il livello di accantonamenti per coprire le perdite attese. Le rettifiche di valore per le perdite attese aumenteranno se l'orizzonte temporale è più lungo.

Inoltre, gli strumenti finanziari possono essere spostati da uno *stage* all'altro in base alla loro qualità creditizia, ma questa opzione è limitata ai primi due *stage*: se un credito viene classificato nello *stage 3* perde la possibilità di tornare ad essere classificato come *performing*.

3.1.2 Gli Accordi di Basilea

Altra normativa degna di nota per la regolamentazione della materia in oggetto sono i c.d. accordi di Basilea³²². Tali norme rappresentano un importante strumento di regolamentazione internazionale per la gestione degli NPL con l'obiettivo di garantire una maggiore stabilità del sistema finanziario e prevenire il verificarsi di crisi bancarie.

³²² Le crisi che scossero il sistema economico durante gli anni 70 hanno focalizzato l'attenzione sull'attuazione di mezzi di prevenzione per le crisi bancarie. In tal modo si è passati da un sistema di vigilanza strutturale, caratterizzato per la presenza di: (i) controlli su equilibrio del sistema bancario e (ii) potere decisionale accentrato in capo all'autorità di vigilanza, a un sistema di vigilanza prudenziale. Con l'affermarsi di tale ultimo sistema i controlli si focalizzano sulla limitazione del rischio degli intermediari così da garantire una maggiore solvibilità e liquidità. Sulla base di ciò furono introdotti, tramite gli accordi di Basilea, dei rischi minimi patrimoniali proprio alla stregua dell'importanza di dotare le Banche di determinati livelli di capitale. Per approfondimento: F. FABI, P.M. REEDTZ, *The impact of Basel II on the Italian corporate sector and on Italian banks*, in Atti Del Convegno, *risk and stability in the financial system: what role for regulators, management and market discipline?* Università Commerciale L. Bocconi, Milano.

Gli accordi di Basilea³²³ sono un insieme di regole internazionali che stabiliscono i requisiti minimi per la gestione del rischio di credito nelle banche. In particolare, gli accordi di Basilea III hanno introdotto nuove disposizioni per la gestione degli NPL (*Non Performing Loans*), che rappresentano un rischio significativo per le banche e per l'intero sistema finanziario. In base a tali accordi, le banche devono dotarsi di adeguate misure di gestione del rischio per prevenire e mitigare gli effetti negativi degli NPL. In particolare, è richiesta una maggiore trasparenza nella gestione degli NPL, con l'obbligo di pubblicare informazioni sulle performance degli NPL e sui criteri utilizzati per la valutazione di tali prestiti. Le nuove regole prevedono inoltre l'obbligo di costituire riserve per le perdite sugli NPL, al fine di coprire le eventuali perdite future e ridurre il rischio di insolvenza della banca. Inoltre, le banche devono garantire una maggiore flessibilità nella cessione degli NPL, favorendo l'ingresso di nuovi investitori nel mercato degli NPL.

L'accordo di Basilea I del 1988³²⁴ ha introdotto un sistema che misura l'adeguatezza patrimoniale delle banche, ovvero la quantità di denaro e risorse a disposizione di una banca per far fronte ai rischi e alle problematiche del mercato finanziario. Questo sistema si basa sulla suddivisione del capitale di vigilanza in due parti: patrimoni di base (*Tier 1*³²⁵) e patrimonio supplementare (*Tier 2*³²⁶). Il *Tier 1* rappresenta i mezzi liquidi finanziari propri della banca. Il *Tier 2* invece comprende altre riserve che possono essere utilizzate in caso di necessità finanziarie, meno affidabili del *Tier 1*. Per garantire la solidità finanziaria delle banche, tale accordo prevede che esse debbano mantenere almeno l'8%³²⁷ dell'attivo erogato, considerando il rischio di mercato e di credito.

³²³ Il comitato di Basilea è un organismo con sede nella Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea. È composto dai rappresentanti di tutti i paesi finanziariamente sviluppati. Le regole emanate dal comitato non sono di per se giuridicamente vincolanti per i paesi, ma solitamente vengono recepite in direttive.

³²⁴ Accordo di Basilea I 15 luglio 1988, da parte del Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria.

³²⁵ Il patrimonio di base, *Tier 1*, comprende: (i) capitale azionario, (ii) riserve palesi, riserva da sovrapprezzo azioni, riserva legale, (iii) fondi rischi bancari. Per approfondimento: G. BELLÌ, Valutazione delle imprese e merito creditizio alla luce del Nuovo Accordo di Basilea, Università degli studi La Sapienza, Roma, 2003-2004 paragrafo 2.3 in <https://www.studiamo.it/pages/banca-e-bancari-valutazione-delle-imprese-emerito-creditizio-introduzione-alla-valutazione-delle-imprese-ed-al-merito-creditizio/4/>

³²⁶ Il patrimonio supplementare, *Tier 2*, comprende: (i) riserve da valutazione monetaria, (ii) riserve occulte, (iii) fondi rischi limitatamente al 1,25% delle attività di rischio.

³²⁷ La misura dell'8% è data dal rapporto: $\frac{Pv}{\sum A_i R} \geq 8\%$; dove "PV" è il patrimonio di vigilanza, "A_i" è l'attività in/fuori bilancio, "R" è la ponderazione del rischio. Per approfondimento: E. CECCOLIN, *Gli accordi di Basilea*, 2018, in <https://financecue.it/gli-accordi-di-basilea/12734/>

Tuttavia, alcune limitazioni lo resero insufficiente e portarono³²⁸ al nuovo Accordo di Basilea II, entrato in vigore nel 2007 con una maggiore complessità e orientamento al mercato. Tale nuovo accordo è caratterizzato dal passaggio da vigilanza amministrativa ad un approccio più orientato al mercato. Mira a rendere più oggettive le misure di ponderazione del rischio, tenendo conto di più elementi come la tipologia delle garanzie ricevute e la natura della controparte debitrice. Inoltre, l'approccio maggiormente orientato al mercato rafforza l'attività ispettiva delle autorità nazionali per garantire una maggiore stabilità del sistema finanziario.

L'assetto normativo di Basilea II prevede uno schema costituito da tre pilastri: (i) requisiti patrimoniali minimi³²⁹, (ii) supervisione del sistema finanziario e (iii) disciplina di mercato che definisce gli obblighi di *disclosure* che ogni banca deve fornire su un patrimonio di vigilanza. In tale accordo sono presenti alcune carenze quali, ad esempio, il ricorso al *rating* esterno³³⁰. Allo scopo di meglio valutare e mitigare i rischi insiti nelle esposizioni bancarie, il Comitato di Basilea ha valutato una revisione complessiva del *framework* regolamentare. Si è infatti ritenuto che alcune metodologie utilizzate per determinare i requisiti patrimoniali presentino carenze significative in termini di sensibilità al rischio e di ponderazione corretta dei fattori critici.

In particolare, il Comitato ha identificato il ricorso meccanicistico ai *rating* esterni come un fattore di rischio significativo, poiché tali valutazioni non riflettono pienamente i rischi legati a specifiche classi di esposizioni. In secondo luogo, al fine di prevenire tali

³²⁸ Seppur la normativa Basilea I abbia riformato il panorama legislativo in merito alla vigilanza bancaria e al rischio, con il passare degli anni questa si è rivelata insufficiente. La rigidità della norma in merito alla costituzione di una riserva di capitale, è stato il principale motivo di inadeguatezza; le critiche mosse alla normativa, possono riassumersi nei seguenti punti: (i) mancata differenziazione dei soggetti ai quali i requisiti venivano applicati, infatti veniva applicato lo stesso peso sia a banche imprese e stati; (ii) non viene tenuta in considerazione la differenza tra prestiti a breve medio e lungo termine; (iii) mancanza di diversificazione nei portafogli; (iv) mancata di una visione *tout court* del rischio, infatti la normativa teneva separato il rischio di credito sull'attività del portafoglio dal rischio specifico sull'attività di intermediazione.

³²⁹ Non cambia il coefficiente minimo che rimane sempre pari all'8% ma mutano le metodologie di misurazione del rischio. Questo viene misurato tramite 2 metodi: (i) *Standardized Approach* in base al quale vengono affidati determinati coefficienti di ponderazione del rischio in base al tipo di attività e (ii) *Internal Rating Based* che stima 4 componenti: (a) *probability of default*, (b) *loss given default*, (c) *exposure at default* e (d) *maturity*. Per approfondimento: Comitato Di Basilea Per La Vigilanza Bancaria, *Presentazione del Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali*, 2001 p.10-20.

³³⁰ Il *rating* esterno è il rischio stimato da agenzie predisposte *ad hoc* ad esempio: Moody's Ficht ecc. Per approfondimento: M. CARADONNA, *La metodologia di determinazione del rating creditizio per le imprese*, 2021 <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/14157-la-metodologia-di-determinazione-del-rating-creditizio-per-le-imprese.html#:~:text=a%20maggio%202021>

criticità e aumentare la resilienza degli intermediari finanziari agli *shock* di mercato, il Comitato ha ritenuto necessario rivisitare le metodologie di determinazione dei requisiti patrimoniali.

Al fine di risolvere il problema dell'utilizzo meccanicistico di *rating* esterni, è stato introdotto un nuovo metodo per il calcolo delle ponderazioni che dipende dalle informazioni disponibili presso la banca. Ci sono incentivi previsti in modo da incoraggiare gli intermediari a migliorare il vaglio informativo interno sulle esposizioni rivolte alle cartolarizzazioni. Il metodo basato sui *rating* è utilizzabile solo se la banca dispone di un modello interno approvato dall'autorità di vigilanza e di sufficienti informazioni per valutare i requisiti patrimoniali per le esposizioni sottostanti.

Nell'ambito di questa metodologia, le ponderazioni sono assegnate in base a tre fattori diversi: (i) la valutazione del merito di credito espressa dal *rating*, (ii) il rango della posizione (*senior, mezzanine, junior*) e (iii) la granularità del portafoglio sottostante. Dall'altro lato, se la banca non può utilizzare il metodo basato sui *rating* esterni, essa deve applicare il metodo standardizzato.

Sia il metodo dei *rating* interni sia quello standardizzato si basano su formule fornite dall'autorità di vigilanza. Infatti, il capitale richiesto è commisurato ai requisiti patrimoniali che sarebbero calcolati sulle esposizioni sottostanti se non fossero state cartolarizzate, tenendo conto delle *tranche*. Il metodo basato sui *rating* interni, a differenza di quello standardizzato, introduce nel calcolo anche la durata della *tranche* e la granularità del portafoglio³³¹.

Neanche Basilea II fu del tutto esaustivo, così venne stilato un nuovo accordo, Basilea III³³². Tale nuovo accordo è stato introdotto in risposta alle crisi finanziarie del 2008, con il preciso obiettivo di aumentare la trasparenza e la solidità dei bilanci, evitando, così, rischi di crisi sistemiche.

³³¹ Per approfondimento: A. PILATI, *Op. cit.*, p.6, in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/pilati-09112017.pdf>

³³² Per approfondimento: cfr. F. ACCETTELLA, L'Accordo di Basilea III in Banca Borsa e Titoli di credito, n. 4, 2013, p. 462 ss.

Tra le principali novità introdotte, si riscontra: (i) aumento dei requisiti minimi delle banche, (ii) introduzione di nuove metodologie di misurazione del rischio di credito, (iii) maggiore attenzione alla liquidità delle banche.

L'Accordo ha l'obiettivo di rafforzare la stabilità del sistema bancario globale tramite una migliore gestione del credito, che, ovviamente³³³, comprende anche la gestione degli NPL. In particolare, si prevede che: (i) le banche, in via cautelare, debbano aumentare le proprie riserve in modo che, all'evenienza, possano affrontare le perdite sui prestiti e conseguenzialmente fronteggiare il rischio di formazione di esposizione deteriorate; (ii) il rischio venga valutato e gestito in modo rigoroso e trasparente; (iii) le banche siano spronate all'utilizzo di nuovi strumenti finanziari per trasferire il rischio di credito a terzi³³⁴.

Obiettivo di tale accordo è quello di stabilire dei principi idonei ad assicurare l'adeguatezza patrimoniale degli enti creditizi e ridurre l'eccessiva variabilità nel calcolo delle attività ponderate per i rischi (*Risk Weighted Assets*, RWA)³³⁵ tra le banche. Proprio in attuazione dei principi contenuti in Basilea III, sono state apportate una serie di modifiche a (i) Direttiva 2013/36/UE, CRD³³⁶, (ii) Regolamento n. 575/2015, CRR, e (iii) Direttiva 2014/, BRRD al fine di innalzare la resilienza delle banche e rafforzare l'attività di vigilanza e gestione dei rischi. In particolare, le modifiche apportate alla CRD riguardano (i) il rafforzamento e armonizzazione degli strumenti di vigilanza, (ii) colmare

³³³ La *ratio* in merito all'attenzione sui crediti deteriorati è conseguenza logica di tutto il discorso sin ora affrontato in quanto se tramite tali accordi si vanno a sancire dei requisiti minimi patrimoniali, si tutela e indaga il merito del credito, vien da sé l'attenzione verso tutte quelle esposizioni deteriorate. Infatti, i crediti deteriorati sono esposizioni verso soggetti, che a causa di condizioni finanziarie ed economiche pregiudizievoli, non sono più in grado di onorare al proprio debito. Tale può essere intesa come una variazione inattesa ed estrema del merito de credito.

³³⁴ Per approfondimento. Cfr M. MANDICO, *Op. cit.*, p. 29-34.

³³⁵ Per approfondimento: *Finalizzazione delle riforme di Basilea III*, 2017 in <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/finalizzazione-delle-riforme-di-basilea-iii/>.

³³⁶ La direttiva 2013/36/UE (CRD IV), aggiorna la complessiva normativa prudenziale per le banche e le imprese di investimento, reca disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari. Hanno la finalità di assicurare incentivi corretti all'assunzione dei rischi, la sostenibilità dei compensi rispetto alle condizioni patrimoniali e di liquidità, il presidio dei possibili conflitti di interesse, in una prospettiva di sana e prudente gestione. La direttiva contiene disposizioni di principio e prescrizioni puntuali, aventi natura di armonizzazione minima, le quali necessitano di essere trasposte per tenere conto delle caratteristiche dell'ordinamento e degli assetti delle banche a livello nazionale. Per approfondimento: *direttiva 2013/36/UE del parlamento europeo e del consiglio*, 26 giugno 2013 in <https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:176:0338:0436:it:PDF>.

alcune lacune presenti nel sistema e (iii) incorporare i rischi ESG³³⁷ all'interno del sistema. Come nuovo elemento la direttiva, ha inserito il cd Capitale di Qualità. Le principali modifiche apportate al CRR sono volte a (i) implementare e facilitare l'allocazione del capitale e della liquidità all'interno della banca, (ii) migliorare il quadro di rischio di credito tramite uno strumento c.d. *output floor*³³⁸; fissa un livello minimo ai requisiti patrimoniali calcolati sulla base dei modelli interni pari, a regime, al 72,5% di quelli calcolati sulla base dei metodi standardizzati. Questo contribuirà alla riduzione dell'eccessiva variabilità nel calcolo delle attività ponderate per i rischi, favorendo così la trasparenza e la parità concorrenziale.

Gli Accordi di Basilea IV³³⁹ sono un insieme di nuove regolamentazioni bancarie emanate dal *Basel Committee on Banking Supervision* che ha come obiettivo principale quello di rafforzare la stabilità del sistema bancario internazionale e di prevenire eventuali crisi finanziarie. Le nuove regole richiedono alle banche di aumentare i loro requisiti patrimoniali, di adottare nuovi strumenti di misurazione del rischio e di migliorare la trasparenza sulla qualità degli asset in bilancio. In particolare, le norme di Basilea 4 prevedono l'uso di una nuova misura del rischio, nota come *Sensitivity Based Approach*, che dovrebbe rendere più preciso il calcolo del capitale richiesto dalle banche in funzione del rischio delle attività che svolgono. Tuttavia, l'introduzione di Basilea 4 ha fatto emergere anche alcune preoccupazioni riguardanti l'impatto sulle piccole e medie banche. Queste potrebbero infatti essere penalizzate rispetto alle grandi banche, che hanno maggiori capacità di adeguarsi alle nuove norme.

³³⁷ Le problematiche inerenti al comparto ambientale, sociale e di *governance* (denominate ESG), nonché le relative opportunità e rischi ad esse legati, stanno assumendo un'importanza sempre maggiore nel contesto delle istituzioni finanziarie. In particolare, per le banche la sostenibilità costituisce ormai un tema di primaria importanza, la cui fattibilità e redditività hanno acquisito un'importanza strategica, generando un nuovo tipo di rischio, noto come rischio ESG. Per approfondimento: cfr A. Del Giudice, La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali, KPMG, I rischi nel settore bancario in <https://kpmg.com/it/it/home/insights/2021/06/rischi-esg-nel-banking.html>

³³⁸ Per approfondimento: Banca centrale europea, in https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/internal_models.it.html; Modifiche a CRD e CRR: la posizione del Consiglio UE per l'attuazione di Basilea III, in *Diritto Bancario*, disponibile online su <https://www.dirittobancario.it/art/modifiche-a-crd-e-crr-la-posizione-del-consiglio-ue-per-lattuazione-di-basilea-iii/>.

³³⁹ Per approfondimento: M. FERFOGLIA, *Basilea4: Il Framework Normativo*, 2019 in <https://www.riskcompliance.it/news/basilea4-il-framework-normativo/>

Gli accordi di Basilea IV sono stati introdotti dopo la crisi finanziaria del 2008 per migliorare la stabilità del settore finanziario e prevenire il verificarsi di crisi simili in futuro. Tra gli aspetti specifici degli Accordi di Basilea 4, si possono citare: (i) maggiore rigore nei requisiti di capitale: le banche dovranno mantenere livelli di capitale più elevati rispetto agli accordi precedenti, in modo da ridurre il loro rischio di insolvenza, (ii) introduzione di requisiti di liquidità: le banche dovranno disporre di riserve di liquidità sufficienti per far fronte a eventuali difficoltà finanziarie e ritiri di depositi, (iii) misurazione del rischio più dettagliata: le banche dovranno adottare un approccio più specifico nella valutazione del rischio di credito e di mercato, in modo da fornire una stima più accurata del proprio rischio complessivo, e (iv) trasparenza e *accountability*: le banche dovranno fornire maggiori informazioni sulle loro attività e sui rischi a cui sono esposte, in modo da rendere più trasparente il loro funzionamento e prevenire eventuali comportamenti scorretti.

In generale, gli Accordi di Basilea IV mirano a creare un sistema bancario più solido e resistente, in grado di affrontare le sfide del futuro e di prevenire il ripetersi di crisi finanziarie. Tuttavia, gli accordi hanno anche dato luogo a diverse critiche, soprattutto da parte delle banche più piccole, che temono che i nuovi requisiti possano limitare la loro capacità di operare e di competere sul mercato.

3.1.3 Lo stato attuale e le prospettive degli NPL

Nel marzo 2017, la BCE ha emanato delle linee guida rivolte alle banche *significant*³⁴⁰ contenenti norme per incentivare un rapido smaltimento degli NPLs. Le stesse furono seguite, nel gennaio 2018, da un analogo documento emanato dalla Banca

³⁴⁰ Le banche ritenute *significant* sono quelle sottoposte a vigilanza diretta di Banca di Italia. Per essere ritenute tali l'istituto creditizio deve rispettare almeno uno dei criteri predisposti da Banca di Italia: Dimensioni: il valore totale delle sue attività supera i 30 miliardi di euro, (ii) importanza economica (per un Paese in particolare ovvero per l'economia UE), (iii) operatività transfrontaliera: il valore totale delle sue attività supera i 5 miliardi di euro e il rapporto tra le attività transfrontaliere in più di un altro Stato membro partecipante e le attività totali è superiore al 20% o il rapporto tra le passività transfrontaliere in più di un altro Stato membro partecipante e le passività totali è superiore al 20% (iv) assistenza finanziaria pubblica diretta: ha richiesto o ricevuto finanziamenti nel quadro del Meccanismo europeo di stabilità o della *European Financial Stability Facility* (EFSF). Il requisito di significatività non è immutabile nel tempo, infatti questo può essere modificato sia a seguito di eventi eccezionali (fusioni scissioni) ovvero quale causa della normale operatività della banca. Per perdere il requisito non si devono rispettare i criteri per 3 anni. Per approfondimento: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/criteria/html/index.it.html>

d'Italia e rivolto agli istituti *less significant*³⁴¹. Oltre a prescrizioni volte a sollecitare una migliore gestione dei portafogli di NPLs dal punto di vista imprenditoriale, il documento contiene importanti novità sul tema degli accantonamenti prudenziali.

Per quanto concerne il primo aspetto, si rileva che le Linee Guida esigono dalle banche di provvedere alla formulazione di una strategia di gestione degli NPL. Tale strategia, definita sulla base di un'autoanalisi delle capacità gestionali interne, nonché delle condizioni macroeconomiche e del contesto esterno in cui le banche operano – quali la situazione del mercato secondario, il mercato del *servicing*, i tempi delle procedure giudiziali e fallimentari, e così via – dovrà essere correlata alle caratteristiche dei portafogli deteriorati. Quantunque si richieda una considerazione di breve (1 anno) e medio/lungo periodo (3-5 anni), i piani operativi forniranno specifiche indicazioni sui tempi e le modalità di recupero delle esposizioni *non performing*, adeguatamente articolati per diverse opzioni gestionali, eventualmente anche in combinazione tra loro, quali la gestione interna, l'affidamento a intermediari specializzati o la cessione, includendo la possibilità di ricorrere ad operazioni di cartolarizzazione³⁴².

In considerazione dell'importanza di una struttura di *governance* e presidi operativi adeguati per la gestione efficace dei crediti *non performing*, le presenti Linee Guida suggeriscono agli intermediari di stabilire processi decisionali efficaci per definire le linee guida della strategia di recupero e dei piani operativi, nonché di creare unità operative specializzate nella gestione delle varie fasi del ciclo di vita degli NPLs (quali ritardi nei pagamenti, posizioni ristrutturata, recupero giudiziale, etc.). Il tutto deve essere accompagnato da organi di controllo deputati a supervisionare l'attuazione corretta della strategia gestionale.

Il sistema bancario italiano presenta un'importante carenza organizzativa nella gestione delle posizioni *non performing*. In seguito alla pubblicazione della Legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione, la cessione delle suddette posizioni è stata resa più

³⁴¹ Le istituzioni meno rilevanti (LSI) sono rappresentate da banche di piccola e media dimensione che sono vigilate dalle autorità nazionali competenti (ANC) nell'ambito della supervisione esercitata dalla BCE. La BCE ogni anno valuta i criteri per la determinazione della significatività o meno di una banca. Per approfondimento: Banca Centrale Europea, *Vigilanza e supervisione per gli LSI* in [https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/lfi/html/index.it.html#:~:text=Gli%20enti%20meno%20significativi%20\(less,sotto%20la%20supervisione%20della%20BCE](https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/lfi/html/index.it.html#:~:text=Gli%20enti%20meno%20significativi%20(less,sotto%20la%20supervisione%20della%20BCE).

³⁴² Per approfondimento: M. MANDICO, *Op. cit.* p. 29-32

agevole e comporta la rimozione contabile e prudenziale della posizione dal bilancio. Tale rimozione può provocare perdite registrate nel conto economico in caso di valore di cessione inferiore al valore del credito iscritto in bilancio, al netto delle rettifiche (*net book value*, NBV). La scelta di mantenere la posizione in bilancio può dare maggiore libertà all'intermediario nella procedura di svalutazione del credito, ma recentemente sono stati introdotti dei limiti a tal riguardo. Infatti, l'*Addendum* alle Linee Guida pubblicato nel marzo 2018 dalla BCE ha precisato i livelli di accantonamenti prudenziali minimi richiesti dalle banche vigilate³⁴³, mentre la Commissione Europea, nello stesso mese, ha presentato una proposta di modifica del Regolamento CRR per definire i livelli di accantonamenti prudenziali minimi per tutte le imprese operanti nel settore, successivamente adottata dal Regolamento (UE) n. 690/2019.

In breve, nell'ambito dei c.d. "Poteri di II pilastro", l'Autorità di vigilanza ha il compito di valutare l'adeguatezza delle politiche di accantonamento adottate dalle banche³⁴⁴. In particolare, qualora vengano riscontrati dei *deficit* nel trattamento contabile applicato dalla banca per costituire gli accantonamenti, le Autorità possono chiedere agli intermediari di applicare degli adeguamenti al calcolo dei fondi propri mediante specifiche deduzioni pari al *deficit* di accantonamenti contabili riscontrato³⁴⁵. Pertanto, allo *stock* di accantonamenti contabili costituiti in attuazione della normativa contabile

³⁴³ Ai fini dell'applicazione dei livelli minimi di accantonamento si fa riferimento l'anzianità delle NPE. Per anzianità delle NPE si intende il numero di giorni (convertiti in anni) intercorsi dal momento in cui l'esposizione è stata classificata come deteriorata fino alla data di segnalazione o di riferimento rilevante, a prescindere dall'evento che ha attivato la classificazione come NPE. L'anzianità è quindi computata nello stesso modo per le "inadempienze probabili" e le "esposizioni scadute"; di conseguenza, per le posizioni che passano da "inadempienze probabili" a "esposizioni scadute" il conteggio prosegue. Se un'esposizione rientra *in bonis* in linea con le norme tecniche di attuazione (*Implementing Technical Standards*, ITS) dell'ABE7 e tenuto conto del capitolo 5 delle linee guida sugli NPL, si azzererà il computo dell'anzianità dell'esposizione deteriorata. Le banche devono introdurre gli accantonamenti minimi in maniera graduale evitando degli effetti di *cliff edge*. L'introduzione deve iniziare nel momento in cui l'esposizione viene classificata come deteriorata e continuare fino a che il livello di accantonamenti sia pari al 100%. Per approfondimento: BANCA CENTRALE EUROPEA, *Addendum alle linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL):, livelli minimi di accantonamento prudenziale per le esposizioni deteriorate*, p. 7 ss in https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/npl2/ssm.npl_addendum_draft_201710.it.pdf

³⁴⁴ Per approfondimento: P. BONTEMPI, *Op.cit.* p.50 e ss.

³⁴⁵ Nell'*Addendum* 2018 si riporta: "La BCE ritiene quindi che, per conseguire livelli di accantonamento prudenti, le banche debbano continuare a iscrivere in bilancio gli accantonamenti contabili in linea con le rispettive valutazioni e in conformità con i principi contabili vigenti. Soltanto nell'eventualità che il trattamento contabile applicato da una banca non sia ritenuto prudente dal punto di vista della vigilanza, le autorità di vigilanza possono stabilire misure adeguate valutando caso per caso".

(principio IFRS 9), si affiancheranno, nella forma di deduzione dai fondi propri, i cd. accantonamenti prudenziali, chiamati in tal modo in quanto trovano il loro titolo nella normativa di vigilanza e hanno efficacia limitatamente rispetto al calcolo dei requisiti patrimoniali prudenziali.³⁴⁶

Degna di nota per la disamina è la disciplina del *Calendar Provisioning*³⁴⁷ introdotto tramite due misure (i) *Addendum* del 2018 alle Linee Guida BCE emanata nel 2017³⁴⁸ e (ii) *Backstop* Prudenziale, introdotta dalla Commissione Europea e in seguito trasfusa nel Regolamento CRR 2019.³⁴⁹ Il concetto di *calendar provisioning* fa riferimento ad un insieme di disposizioni di origine europea che hanno l'obiettivo di migliorare la qualità degli *asset* bancari, prevenendo la gestione sostenibile delle esposizioni *non performing* tramite la progressiva costituzione di accantonamenti prudenziali. Il calendario di accantonamento basato sulla durata del credito è uno strumento efficace per assicurare la stabilità finanziaria delle banche, promuovendo la

³⁴⁶ Gli accantonamenti minimi prudenziali sono definiti come la somma dei seguenti elementi di capitale: (i) tutti gli accantonamenti contabili conformi al principio contabile applicabile, ivi inclusi i potenziali nuovi accantonamenti appostati; (ii) le carenze di accantonamenti rispetto alle perdite attese per le esposizioni in default ai sensi degli articoli 158 e 159 del CRR; e (iii) le deduzioni di *Tier 1* dai fondi propri su iniziativa della banca ai sensi dell'articolo 3 del CRR. Le istituzioni bancarie sono incentivate a colmare eventuali lacune rispetto alle aspettative prudenziali minime, adottando il massimo livello di accantonamenti possibile in linea con il principio contabile applicabile. Nel caso in cui il trattamento contabile applicabile non permetta di raggiungere tali livelli minimi di accantonamento prudenziale, la banca deve provvedere a rettificare il capitale primario di classe 1 in modo autonomo, in conformità con gli articoli 3 del CRR riguardanti l'adozione di requisiti maggiormente stringenti. Per approfondimento: Banca Centrale Europea, *Op. cit.*, p. 5, disponibile online su https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/npl2/ssm.npl_addendum_draft_201710.it.pdf

³⁴⁷ Per approfondimento: Banca d'Italia, *Le norme sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, audizione del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, Roma 2021 in www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf

³⁴⁸ Per approfondimento: https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NPEs_201908.en.pdf?b2fae68e6b625c65fa984f9ce33ee2de

³⁴⁹ Il *backstop* e l'*Addendum* rappresentano due strumenti distinti per valutare la copertura degli NPL da parte delle banche. Nel caso del *backstop*, l'eventuale differenza tra la copertura effettuata e quella prescritta comporta una deduzione automatica dal capitale di vigilanza. Nel caso dell'*Addendum*, invece, tale differenza viene valutata attraverso un dialogo tra la banca e la vigilanza e contribuisce alla definizione dei requisiti di capitale di secondo pilastro per l'intermediario in questione. In Italia, anche le banche meno significative sono state invitate a formulare piani di riduzione degli NPL in vista di una sempre più accurata vigilanza sul fenomeno. Per approfondimento: Audizione del Governatore della Banca d'Italia, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*. Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 2021 in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf

trasparenza e la responsabilità nella gestione del rischio. L'obiettivo è quello di prevenire perdite inattese e migliorare la qualità degli *asset*, contribuendo ad una maggiore resistenza del sistema bancario.

Entrambe le misure di cui *supra* prevedono una percentuale minima di svalutazione delle esposizioni deteriorate, che aumenta in base agli anni trascorsi dalla loro classificazione come NPL, al fine di garantire la prudenza nella gestione degli attivi.

Al termine del periodo stabilito, le esposizioni deteriorate devono essere completamente svalutate, con copertura dalle svalutazioni contabili o dal capitale regolamentare. Tuttavia, ci sono differenze tra le due misure: il *backstop* prudenziale è una regola vincolante per tutte le banche dell'Unione europea, mentre l'*Addendum* della BCE indica solo le aspettative per le banche significative sottoposte alla sua vigilanza diretta. Inoltre, il *backstop* si applica solo ai nuovi prestiti erogati a partire dal 26 aprile 2019, mentre l'*Addendum* riguarda anche i prestiti erogati prima di tale data, ma classificati come NPL dopo il 1° aprile 2018.

L'implementazione di una svalutazione completa fino al 100% degli NPL entro un determinato periodo costituisce un importante dispositivo di salvaguardia che impedisce l'accumulo di tali *asset* nei conti bancari senza una congrua valutazione. Tale misura riveste una notevole rilevanza, specialmente considerando che in molti Paesi, compreso il nostro, i tassi elevati degli NPL si sono rivelati una delle principali cause di crisi bancaria negli ultimi anni, nonostante l'intervento dei controllori e specifici programmi di supervisione. Un accumulo eccessivo di NPL non debitamente valutati può danneggiare seriamente l'operatività degli intermediari finanziari, con conseguente disgregamento della trasparenza dei loro attivi bancari determinando un peggioramento delle valutazioni di solidità delle banche da parte degli analisti di mercato e degli investitori.

Se dall'analisi cui *supra*, emerge che questa misura è stata di grande aiuto per smaltire l'ammontare di posizione deteriorate, l'influenza delle misure calendariali sulle banche risulta essere marginale, se valutata nell'ottica del complessivo processo di recupero creditizio. Le maggiori perdite sul credito nelle fasi iniziali dell'evoluzione in NPL vengono sovvenzionate dai maggiori recuperi previsti nell'ambito del completo *iter* di recupero del credito. Alla luce di questi vantaggi, molti Paesi, compresi quelli

fortemente colpiti dal fenomeno dei *Non-Performing Loans* come l'Irlanda e la Spagna, hanno sostenuto l'adozione del *backstop*. Tuttavia, un meccanismo basato sul calendario che richiede alle banche di cancellare completamente i prestiti, per poi recuperarne una parte negli anni successivi, può avere un effetto prociclico. Di conseguenza, la Banca d'Italia ha sostenuto, sia nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) sia nel suo ruolo di consulenza al governo in materia di legislazione bancaria, un'attuazione graduale e flessibile dell'approccio a calendario³⁵⁰. La disciplina del *backstop* ha subito modificazioni nell'ambito del regolamento 873/2020 (c.d. *Quick Fix* del CRR).

Una volta delineati i riferimenti normativi, l'applicazione del *calendar provisioning* viene tripartita a seconda delle variegate tipologie di *Non-Performing Exposures* (NPE)³⁵¹. In particolare, si prevede che, qualora le NPE nel portafoglio raggiungono lo “stadio di deteriorato”: (i) a partire dal 1° aprile 2018 e la data di *origination*³⁵² sia pari o successiva al 26 aprile 2019, il livello minimo di copertura sarà disciplinato dal Regolamento 2019/630³⁵³ (Perimetro Pillar 1); (ii) a partire dal 1° aprile 2018 in poi e la data di *origination* risulti antecedente al 26 aprile 2019, il livello minimo di copertura sarà disciplinato dall'*Addendum* (Perimetro Pillar 2 *Addendum*); (iii) antecedentemente al 1° aprile 2018, il livello minimo di copertura verrà gestito

³⁵⁰ A seguito di intensi negoziati a livello europeo, i parametri del *backstop* sono stati fissati a livelli non aggressivi. Per i prestiti assistiti da garanzie, la cancellazione completa degli NPL appena classificati è richiesta dopo sette anni (nove anni se la garanzia è assicurata da proprietà immobiliari); per quelli senza garanzie, è richiesta dopo tre anni. I Paesi che si sono espressi a favore di una riduzione dei tempi massimi del meccanismo hanno citato l'esempio della legislazione statunitense, dove i prestiti al dettaglio non garantiti devono essere completamente cancellati entro sei mesi dall'inadempienza. Per approfondimento: Audizione del Governatore della Banca d'Italia, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*. Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 2021 in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventogovernatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf

³⁵¹ Ad esempio, si prevede una differenziazione tra esposizioni garantite e non garantire. La normativa impone nel primo caso, che debbano essere svalutate entro 7 anni, mentre, un termine più breve, 2 anni, nel secondo caso. Per evitare un improvviso incremento dei livelli di accantonamento (effetto “*cliff edge*”), ha previsto per i crediti garantiti un'ideale progressione nelle aspettative di vigilanza, a partire dal momento in cui l'esposizione viene classificata come deteriorata, sulla base di un percorso che inizia dal terzo anno. Infatti, la banca a partire da tale anno deve accantonare, in via prudenziale, il 40% del suo valore, che andrà ad aumentare progressivamente con gli anni (55% al 4° anno, 70% al quinto anno, 85% dopo il sesto anno per raggiungere il 100% dopo il settimo anno). Per approfondimento: C. BATTISTELLA, R. CAMMARATA, S. MASCELLONI e P. RINALDI, *Gli aspetti regolamentari dei crediti UTP*, I Quaderni n. 88, p. 143, in <https://www.dirittodellacrisi.it/file/>

³⁵² Si assume la data in cui i crediti vengono ceduti dall'*originator* al veicolo o al fondo.

³⁵³ Tale Regolamento ha modificato il Regolamento 575/2013 nella parte relativa alla copertura minima delle perdite gravanti sulle esposizioni deteriorate. Per approfondimento: GU L 111 del 25.4.2019, pag. 4.

nell'ambito della SREP *letter*³⁵⁴ annuale inviata dalla BCE alle singole banche (Perimetro Pillar 2).

In merito al “Perimetro Pillar 1” la legislazione dell'Unione Europea introdusse alcune normative obbligatorie per le banche, a partire dalla data di entrata in vigore del Regolamento 2019/630. In base al principio del *prudential backstop*³⁵⁵, ogni banca è tenuta a rispettare un livello minimo di copertura, il c.d. *minimum loss coverage* (MLC)³⁵⁶, al fine di coprire le perdite future. I MLC previsti per le NPE variano in funzione del periodo di permanenza in deteriorato (c.d. *vintage*), della presenza o meno di garanzie (c.d. crediti *secured* o *unsecured*³⁵⁷) e della tipologia di garanzie che assistono il credito. Le medesime disposizioni e i medesimi livelli minimi di copertura sono previsti anche per Perimetro Pillar 2³⁵⁸.

³⁵⁴ Le autorità di vigilanza svolgono un regolare esercizio di valutazione e misurazione dei rischi a livello di singola banca. Questo momento fondamentale dell'attività di vigilanza, denominato “processo di revisione e valutazione prudenziale” (*supervisory review and evaluation process*, SREP), consiste nel sintetizzare i risultati emersi dall'analisi per un dato anno e nell'indicare alla banca le azioni da intraprendere. La “SREP *letter*” comprende dei requisiti, ad esempio in merito al capitale, previsti *ad hoc* per le singole banche. Per approfondimento: Banca Centrale Europea, *Cos'è lo SREP?*, 2017, in <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/srep.it.html>

³⁵⁵ Si riferisce alla misura di sicurezza aggiuntiva che viene adottata dalle autorità di vigilanza bancaria al fine di proteggere il sistema finanziario e prevenire una crisi sistemica. Tale principio prevede la definizione di un livello minimo di capitale per le banche e un'azione immediata da parte delle autorità di regolamentazione se una banca non riesce a soddisfare questo requisito. Inoltre, il principio prevede che le autorità di regolamentazione possano intraprendere misure di salvataggio per stabilizzare una banca in difficoltà, come ad esempio effettuare l'iniezione di liquidità o il salvataggio con fondi pubblici. L'obiettivo del principio di *prudential backstop* è quello di garantire la stabilità del sistema finanziario e prevenire una crisi che potrebbe mettere a rischio l'intera economia. Per approfondimento: Diritto Bancario, *Il Calendar Provisioning: La Gestione Delle NPE Anche Alla Luce Della Crisi Da Covid-19*, in *Diritto Bancario*, 2021, su www.dirittobancario.it/art/il-calendar-provisioning-la-gestione-delle-npe-anche-alla-luce-della-crisi/.

³⁵⁶ Per approfondimento: *Compromise text* del Consiglio europeo del 14 marzo 2019 che ha approvato l'introduzione del *minimum loss coverage*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019IP0207&from=EN>.

³⁵⁷ I crediti *secured* sono quelli garantiti da qualche tipo di garanzia, al contrario quelli *unsecured* non sono garantiti da alcuna garanzia. Per approfondimento: Cfr. M. DAMILANO, *op. cit.* p. 35 e ss.

³⁵⁸ In base alle istruzioni per la compilazione dello *Short Term Exercise* (STE) diffuse dalla BCE nel dicembre 2019, i soggetti vigilati potranno richiedere l'esenzione dall'applicazione delle percentuali di copertura previste nel *Perimetro Pillar 2 Addendum* solo nell'ipotesi: (i) di pagamenti regolari che conducano al pieno rimborso; (ii) in cui la combinazione delle aspettative di secondo pilastro con i requisiti patrimoniali di primo pilastro generino una richiesta di copertura superiore al 100% dell'esposizione. In ogni caso è previsto che non possono essere oggetto di esenzione le posizioni con oltre trenta giorni di scaduto o per le quali non sia stato effettuato un pagamento contrattuale negli ultimi dodici mesi. Per approfondimento: <https://www.dirittobancario.it/art/il-calendar-provisioning-la-gestione-delle-npe-anche-alla-luce-della-crisi/>.

Questo meccanismo ha una significativa influenza sulle banche nel contesto della gestione degli NPL, poiché implica un aumento degli oneri patrimoniali e richiede una ristrutturazione della strategia di gestione dei crediti deteriorati, necessitando di un approccio proattivo. In questo scenario, al fine di ridurre il livello degli accantonamenti, diventa essenziale per le banche analizzare il proprio portafoglio di NPE, prendendo in considerazione diversi fattori, tra cui (ma non limitati a): (i) la natura dell'esposizione, se *secured* o *unsecured*; (ii) la collocazione geografica del debitore, che incide sulle aspettative di tempo per il recupero del credito; (iii) la tipologia del debitore; (iv) il tempo trascorso dalla classificazione in default; (v) il livello degli accantonamenti già effettuati; e (vi) la fase del processo di recupero del credito.

Per ciascuno dei sopracitati, si rende necessario individuare la strategia ottimale al fine di minimizzare gli impatti economici e patrimoniali associati al *calendar provisioning*. Occorrerà decidere, per esempio, se accelerare l'attività di recupero del credito o cedere il credito medesimo. Nell'eventualità di optare per il primo scenario, sarà indispensabile garantire che i processi di recupero dei crediti agevolino, per quanto possibile, l'allineamento tra il profilo temporale effettivo e quello previsto dal *calendar provisioning*.

A seguito dell'emanazione delle Linee Guida 2017, l'approccio della vigilanza nei confronti dei crediti deteriorati si è implementata tramite la pubblicazione di due serie di orientamenti concernenti le NPE da parte dell'ABE: (i) Orientamenti, del 31 ottobre 2018³⁵⁹, sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni e (ii) Orientamenti, del 17 dicembre 2018³⁶⁰, relativi all'informativa sulle esposizioni deteriorate.

Gli orientamenti ABE relativi alle *Non-Performing Exposures* (NPE) forniscono solide indicazioni per la gestione dei rischi a cui gli enti creditizi devono attenersi nell'amministrazione delle NPE e delle esposizioni creditizie, inclusi i requisiti relativi

³⁵⁹ Per approfondimento: EBA, *Orientamenti sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni* in <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1>.

³⁶⁰ Per approfondimento: EBA, *Orientamenti relativi all'informativa sulle esposizioni deteriorate e oggetto di misure di concessione*, in <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2531768/1>.

alle strategie di riduzione delle NPE, la *governance* e la struttura operativa del sistema di recupero delle NPE, il sistema di controllo interno e il monitoraggio.

In considerazione del fatto che le linee guida BCE in merito ai *Non-Performing Loans*, pubblicate nel marzo del 2017, presumibilmente siano coerenti con gli orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea sulle NPE, la BCE ha notificato la propria intenzione di aderire agli stessi orientamenti. Di conseguenza, gli enti creditizi di rilevante importanza dovranno prendere in considerazione alcune importanti considerazioni. In primo luogo, non risultano esserci sostanziali incongruenze tra gli orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea e le aspettative della BCE riguardo ai *Non-Performing Loans*.

Sebbene in alcuni casi risultino maggiormente dettagliate, le aspettative della BCE sono congruenti con gli orientamenti forniti dall'Autorità Bancaria Europea in merito alle *Non-Performing Exposures*. In secondo luogo, gli orientamenti ABE sulle NPE non contengono alcuna aspettativa specifica sui limiti di valutazione individuale dei beni immobili, bensì si affidano all'autorità competente per stabilire tale limitazione in conformità alle disposizioni ivi contenute. In tal senso, le linee guida BCE sugli NPL ritengono già adeguato un limite di valutazione a 300.000 euro per i soggetti di rilevanza³⁶¹.

In conclusione, gli orientamenti ABE relativi alle esposizioni deteriorate prescrivono una strategia approfondita per gli enti creditizi con un'incidenza lorda di NPL pari o superiore al 5%, che tiene in considerazione sia gli aspetti relativi alla *governance* che alla gestione operativa. Tali orientamenti prevedono anche una discrezionalità di vigilanza per richiedere la definizione di strategie per gli NPL e relativi dispositivi di *governance* e di assetti operativi anche ad altre banche, in base al profilo di rischio e alle circostanze specifiche di ciascuna banca. La diffusione di tali orientamenti nel campo finanziario, avvenuta nel dicembre 2018, ha permesso alle banche di acquisire una maggiore chiarezza in materia.

La Banca Centrale Europea, in linea con l'approccio delineato dall'Autorità Bancaria Europea, sostiene pienamente tali orientamenti e, al fine di adeguarsi ad essi,

³⁶¹ Per approfondimento: Banca Centrale Europea, *Op. cit.*, p. 98 in https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf.

richiederà che le banche aderiscano ad essi per quanto riguarda la divulgazione delle esposizioni deteriorate soggette a misure di concessione, a partire dal 31 dicembre 2019. Si farà dunque riferimento a tali orientamenti piuttosto che al precedente allegato 7 delle linee guida riguardanti le esposizioni deteriorate istituite dalla BCE³⁶².

Il paradigma regolamentare sopra delineato comporta una serie di restrizioni per quanto riguarda il mantenimento dei *Non-Performing Loans* all'interno dei bilanci bancari, rendendo più difficile la gestione interna di tali esposizioni e scoraggiandone la detenzione. In seguito a tale contesto regolamentare, si è manifestata una tendenza verso la gestione esternalizzata, tramite la cessione di tali crediti a intermediari e investitori. Tale dinamica ha generato conseguenze rilevanti, che hanno portato ad una revisione e riorganizzazione di elementi chiave dell'ordinamento finanziario. In tale ottica, si è resa necessaria l'estensione di meccanismi operativi propri delle banche a diversi soggetti, quali i fondi comuni, gli *special purpose vehicle* (SPV) e altri strumenti. Tali entità, dotate di avanzate capacità operative, sono in grado di implementare tutte le strategie gestionali relative ai crediti, specialmente riguardanti processi di turnaround e di erogazione di nuova finanza.

Con l'avanzare della pandemia COVID-19 e i conseguenti timori di una recrudescenza dei crediti deteriorati in Europa, nel luglio 2020, l'UE ha pubblicato delle proposte di modifica del Regolamento (UE) 2017/2402 c.d. Regolamento Cartolarizzazioni, e dal Regolamento (UE) 575/2012, CRR, in linea con le indicazioni dell'ABE e del Comitato di Basilea. Tali modifiche sono poi confluite nel Regolamento (UE) 2021/557 e nel Regolamento (UE) 2021/558 facenti, entrambi, parte dei cc. dd.

³⁶² Per approfondimento: Banca Centrale Europea, Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE, p.7 ss in https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NPEs_201908.it.pdf.

regolamenti “*quick fix*”³⁶³ (soluzioni ad effetto immediato). I suddetti regolamenti furono pubblicati in Gazzetta Ufficiale dell’UE in data 6 aprile 2021³⁶⁴.

Incominciando la trattazione dal regolamento 2021/557, i punti cardini di tali modificazioni possono riassumersi come segue:

(i) ovviare alle carenze del quadro normativo per le cartolarizzazioni di NPE mediante:

(a) l’introduzione di una definizione delle cartolarizzazioni di NPE. Con tale espressione si intende la cartolarizzazione coperta da un aggregato di esposizioni deteriorate il cui valore nominale rappresenta non meno del 90 % dell’intero valore nominale del portafoglio, al momento della creazione e in qualunque momento successivo in cui le attività sono aggiunte al portafoglio sottostante o ritirate da esso a causa di una ricostituzione, di una ristrutturazione o di qualsiasi altro motivo pertinente.

(b) un regime speciale rispetto al mantenimento del rischio (*risk retention*). Si prospetta la possibilità che il ruolo di soggetto soddisfacente la condizione di *retention* di rischio in una cartolarizzazione possa essere assunto dal *servicer*, invece che dall’originatore o dallo *sponsor*. L’approccio della Commissione prevede che lo *special servicer* abbia un interesse prioritario alla rinegoziazione e al recupero del valore degli asset in gioco, a differenza del venditore originario e che altresì i suoi interessi siano maggiormente allineati a quelli degli investitori. A differenza dell’attuale metodo di calcolo basato sul valore nominale del portafoglio, il valore di riferimento verrà misurato come la differenza tra il valore nominale lordo del credito ceduto e lo sconto pattuito tra l’acquirente e il soggetto che vende il credito.

(c) l’esonero dall’obbligo di verifica relativo ai criteri per la concessione del credito. In effetti, si può affermare che le cartolarizzazioni di crediti in sofferenza non

³⁶³ Pertinente alla trattazione è il Regolamento 873/2020 c.d. CRR *Quix Fix*. Per approfondimento: Comunicazione dell’8 settembre 2020. Orientamenti dell’Autorità bancaria europea relativi agli obblighi di segnalazione e di informativa al pubblico inerenti alle disposizioni contenute nel Regolamento 873/2020 (c.d. CRR *Quick-fix*) in https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20200908/Com_8settembre2020.pdf

³⁶⁴Per approfondimento: Regolamento (UE) 2021/557 in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021AP0099&qid=1681291865898&from=IT>; Regolamento (UE) 2021/558 in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32021R0558&qid=1681292008789&from=IT>.

cadono nell'ambito dell'articolo 9 del Regolamento sulle cartolarizzazioni in vigore, che stabilisce che “*in deroga al primo comma, per quanto riguarda le esposizioni sottostanti che erano in stato di deterioramento al momento dell'acquisizione da parte del cedente di tali esposizioni dal terzo pertinente, si applicano norme rigorose per la selezione e la valutazione dei crediti*”

(ii) creare un quadro specifico per le cartolarizzazioni sintetiche. Il Regolamento inserisce la nuova sezione 2-bis nella normativa vigente che definisce i requisiti per le cartolarizzazioni sintetiche nel bilancio semplici, trasparenti e standardizzate (STS)³⁶⁵. I requisiti per essere considerate tali sono:

(d) cedente promotore e *securitisation special purpose entity* che partecipano devono essere nell'unione europea.

(e) la cartolarizzazione deve essere tradizionale.

(f) la cartolarizzazione deve avere un portafoglio sottostante di attività omogenee, non devono esserci esposizioni deteriorate e non può contenere nessuna esposizione verso un'altra cartolarizzazione.

(g) il debitore deve aver effettuato almeno un pagamento al momento del trasferimento.

(h) deve essere stato adempiuto l'obbligo di *risk retention*³⁶⁶. Secondo quanto attestato dalla Commissione europea, il bollino "STS" non va interpretato nel senso che

³⁶⁵ Per approfondimento: A. PILATI, *La cartolarizzazione problemi e opportunità*, Convegno AIAF 2017 p.6 in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/pilati-09112017.pdf>.

³⁶⁶ Con la locuzione obbligo di *risk retention*, si fa riferimento all'articolo 6 del regolamento 2402/2017 il quale prevede che il cedente o lo sponsor (se presente) debbano mantenere il 5% del rischio collegato al portafoglio. La ratio di tale obbligo risiede nella volontà di allineare gli interessi degli investitori con quelli del *retainer*. Il mantenimento di tale rischio può avvenire secondo diverse tecniche: (i) c.d. *vertical slice*, ossia deve essere mantenuto il 5% del valore nominale di ogni tranche di titoli, (ii) per le cartolarizzazioni rotative deve essere mantenuto il 5% del valore nominale di ciascuna esposizione, (iii) *randomic selection*, ossia viene scelta casualmente l'esposizione della quale si dovrà mantenere il 5% del valore nominale, (iv) mantenimento del segmento prime perdite, ossia viene mantenuto il rischio solo della classe *junior* sempre rispettando il 5%; nel caso in cui non si raggiunga il tale valore allora si estenderà anche alle altre classi e (v) mantenimento di un'esposizione che copre le prime perdite. Per approfondimento: Regolamento UE 2017/2402, *Guidelines on STS criteria for non-ABCP securitisation* e *Guidelines on STS criteria for ABCP securitisation*, pubblicate dalla *European Banking Authority* (EBA) in data 12 dicembre 2018; G. CONSOLI, G. GIANNESI, *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, 2020 in <https://www.dirittobancario.it/art/le-cartolarizzazioni-sts-profilo-applicativi-alla-luce-delle-piu-recenti-operazioni>.

la cartolarizzazione non comporta rischi ma indica che il prodotto soddisfa una serie di criteri e che un venditore e un acquirente, nonché un'autorità nazionale competente, saranno in grado di analizzare il rischio implicito nell'operazione³⁶⁷.

I criteri proposti sono stati definiti cercando di rispettare il più possibile quelli usati per le cartolarizzazioni tradizionali STS, ma sono stati anche calibrati tenendo in considerazione le particolarità del prodotto sintetico e gli obiettivi diversi che caratterizzano le cartolarizzazioni sintetiche. L'articolo 43-*bis* detta disposizioni transitorie per le cartolarizzazioni sintetiche STS per le quali l'accordo sulla protezione del credito sia diventato effettivo prima del 9 aprile 2021 e le condizioni in presenza delle quali le cartolarizzazioni, le cui posizioni iniziali verso la cartolarizzazione siano state create prima del 9 aprile 2021 sono considerate STS.

Continuando nella trattazione, per ciò che riguarda le modifiche apportate dal regolamento 2021/558, i fattori cruciali sono rappresentati da: (i) introduzione di un regime specifico per rimuovere gli ostacoli normativi alla cartolarizzazione delle NPE (ii) previsione di un regime di trattamento preferenziale del segmento di rango più elevato della cartolarizzazione STS nel bilancio, (iii) riconoscimento dell'attenuazione del rischio di credito per le posizioni verso la cartolarizzazione.

In merito al punto *sub i*) il Regolamento introduce, nel nuovo articolo 269 *bis*, un nuovo quadro per le cartolarizzazioni di esposizioni deteriorate in cui: (a) il segmento più *senior* di una cartolarizzazione tradizionale di NPE è soggetto a un fattore di ponderazione del rischio forfettario pari al 100%, a condizione che lo sconto sul prezzo di acquisto non rimborsabile rappresenti almeno il 50% del valore contabile lordo delle esposizioni; tutti gli altri segmenti di cartolarizzazione di esposizioni deteriorate sono soggetti al quadro generale con due aggiustamenti specifici: (x) al fattore di ponderazione del rischio si applica una soglia minima del 100%; (y) l'uso dei cosiddetti parametri IRB³⁶⁸ di base in

³⁶⁷ Per approfondimento su un'operazione STS :*Allen & Overy e Legance nella cartolarizzazione STS pubblica di Agos da 850 milioni*, 2021 in <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/allen-overly-e-legance-cartolarizzazione-sts-pubblica-agos-850-milioni-AEmS0Xv>.

³⁶⁸ Sono i parametri di *rating* interno. Per approfondimento: EBA, *Orientamenti sulla stima della probabilità di default (PD) e delle perdite in caso di default (LGD) e sul trattamento delle esposizioni in stato di default*, 2018
[/https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2192133/f086e543-dad8-404e-83d8-45e49d3ccb59/Guidelines%20on%20PD%20and%20LGD%20estimation%20%28EBA-GL-](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2192133/f086e543-dad8-404e-83d8-45e49d3ccb59/Guidelines%20on%20PD%20and%20LGD%20estimation%20%28EBA-GL-)

caso di esposizioni verso cartolarizzazioni ammissibili all'utilizzo del SEC-IRBA conformemente all'articolo 254 del CRR è proibito. Al fine di soddisfare le condizioni di tale trattamento specifico, il nuovo articolo utilizza la nuova definizione di "cartolarizzazione di esposizioni deteriorate" di cui al Regolamento sulle cartolarizzazioni.

In merito al punto *sub ii)* si prevede pertanto l'implementazione di una politica di trattamento preferenziale espresso e limitato riguardo alle esposizioni verso le cartolarizzazioni STS presenti nel bilancio, che si concentrerà principalmente sul segmento *senior* prevedendo un allargamento del trattamento attualmente in vigore secondo l'articolo 270 del CRR ad un'ulteriore gamma di attività sottostanti. A tal fine, l'EBA sarà incaricata di monitorare l'impatto dell'applicazione dell'articolo 270 sulla leva finanziaria degli enti e di presentare, di conseguenza, una relazione alla Commissione per valutare eventuali future modifiche in merito. Inoltre, si aggiunge una nuova disposizione che prevede che gli enti finanziari debbano fornire informazioni relative al valore delle esposizioni delle cartolarizzazioni di NPE che beneficiano del trattamento specificato nell'articolo 269-bis del CRR, al fine di comunicare i requisiti di fondi propri associati a tali esposizioni.

In merito al punto *sub iii)* si dispone una modifica al primo comma dell'articolo 249 del Regolamento Capitale Basilea III, per uniformare le disposizioni relative alla mitigazione del rischio creditizio applicabili alle esposizioni nei confronti delle cartolarizzazioni al quadro generale stabilito.

Il Regolamento Cartolarizzazioni ha demandato all'ABE di proporre alla Commissione un progetto di norme tecniche di regolamentazione, dettagliate per il mantenimento del requisito di *retention* del rischio³⁶⁹. In adempimento a questo incarico, l'ABE ha avviato una consultazione pubblica riguardante una bozza di nuove norme tecniche di regolamentazione, che si basano ampiamente sulle norme già adottate nel

2017-16%29_IT.pdf?retry=1; BANCA D'ITALIA, recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale metodo dei rating interni per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito, 2006 in https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2006/basilea2/Doc_Cons_IRB.pdf

³⁶⁹ Per approfondimento: M. MAZZUCCA, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia*, 2015, Torino, p. 183.

Regolamento Delegato n. 625/2014³⁷⁰, ma con modifiche e integrazioni attuative delle nuove disposizioni introdotte dal Regolamento (UE) 2021/557 e dal Regolamento (UE) 2021/558. Tali nuovi *regulatory technical standards* sono stati pubblicati, da parte dell'ABE, nel 2022. Nel contesto di interesse per la trattazione, questi apportano: (i) approccio della *risk retention*³⁷¹ per le cartolarizzazioni di posizioni deteriorate, (ii) specifica dei requisiti di esperienza dei *servicer* che vogliono assumere la funzione di *risk retainer*³⁷².

3.1.4 Il sistema di garanzia statale sulla cartolarizzazione dei crediti in sofferenza

Il legislatore italiano è intervenuto, ulteriormente, per contrastare il problema dei crediti deteriorati attraverso il d.l. n. 18/2016,³⁷³ convertito con modificazioni prima dalla l. n. 49/2016 e poi modificato ulteriormente dal d.l. n. 22/2019, introducendo nell'ordinamento una serie di misure a sostegno del sistema bancario italiano, tra cui il regime di concessione della garanzia dello Stato, denominata “Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze”, o “GACS”, sui titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come deteriorati. La presente disposizione ha lo scopo di agevolare le banche e gli intermediari finanziari con sede in Italia nelle attività di smobilizzo dei crediti deteriorati e di agevolare lo sviluppo di un mercato italiano dei *Non Performing Loans*, attraverso l'adozione di operazioni di cartolarizzazione ai sensi della Legge 30 aprile 1999, n. 130. La presente misura è stata progettata in conformità con le linee guida della Commissione europea, escludendo l'applicazione della normativa in materia di aiuti di Stato³⁷⁴. Proprio in linea con la

³⁷⁰Per approfondimento: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0625&from=IT>

³⁷¹ Si rimanda a nota 100

³⁷² Per approfondimento: F. OCCHIPINTI, N. PEPE, *Riflessioni a margine dell'adozione di nuovi regulatory technical standards relativamente al mantenimento dell'interesse economico netto nelle operazioni di cartolarizzazione NPE*, *Giurimetrica*, n.2 2022 in <https://giurimetrica.almaiura.it/wp-content/uploads/2022/09/Occhipinti-Pepe-adozione-di-nuovi-regulatory-technical-standards.pdf>

³⁷³Per approfondimento: https://www.gazzettaufficiale.it/atto/vediMenuHTML?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2016-02-15&atto.codiceRedazionale=16G00025&tipoSerie=serie_generale&tipoVigenza=originario

³⁷⁴ La Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS) rappresenta un intervento pubblico a livello sistemico che richiede una valutazione di compatibilità con le norme sugli aiuti di Stato. La legislazione bancaria europea è orientata verso un sistema basato sulla concorrenza e sulla limitazione delle misure di sostegno pubblico, anche per le attività deteriorate. Tuttavia, l'art. 2, par. 1, n. 28 della BRRD

necessità di non rientrare nel perimetro degli aiuti di stato è necessario che il prezzo della garanzia, poggia sul grado di rischio del mercato dei *credit default swap*³⁷⁵ (CDS) con *rating* comparabile a quello della *tranche senior*.

Il decreto in questione delinea tutte le caratteristiche che l'operazione deve possedere per l'applicazione della garanzia. Tali requisiti sono sintetizzabili come di seguito: (i) le passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione dovranno essere realizzate a fronte della cessione, da parte delle banche e degli intermediari finanziari, a una società cessionaria (società di cartolarizzazione, cd. "SPV") di crediti pecuniari qualificati come sofferenze; (ii) i crediti da cedere dovranno essere trasferiti a un importo aggregato non superiore al loro valore lordo aggregato alla data della cessione; (iii) la SPV dovrà emettere titoli cd. *asset-backed* ("ABS") e gli incassi e recuperi derivanti dalle passività in questione saranno destinati in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli ABS, nonché al pagamento dei costi della relativa cartolarizzazione; (iv) i titoli dovranno essere suddivisi in almeno due classi, una subordinata all'altra: i detentori dei titoli *junior* non potranno ricevere né il pagamento degli interessi né il rimborso del capitale fino a quando i detentori dei titoli *senior* non

ammette il sostegno pubblico a determinate condizioni come: la garanzia dello Stato per gli strumenti di liquidità forniti dalle banche centrali, le passività di nuova emissione e la sottoscrizione di strumenti di capitale. Nonostante l'operazione della GACS integri gli estremi dell'aiuto di Stato, essa non è considerata tale, poiché il d.l. 18/2016 prevede un corrispettivo per la garanzia, commisurato all'ammontare garantito e calcolato in base al rischio e alla durata dell'esposizione. In questo modo, l'intervento pubblico avviene attraverso un'operazione razionale e conveniente per qualsiasi operatore di mercato, senza violare le norme europee sugli aiuti di Stato. Per approfondimento: Cfr. M. MAGGIOLINO, *Op. cit.*, p.104 ss; F. SARTORI, *Op. cit.*, p. 680; D. ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in Riv. Trim. Dir. Ec., 2016, n. 1, II, p. 1 e ss; B. INZITARI, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di stato nella BRRD e nella comunicazione sul settore bancario 2013* Commissione europea, in Banca, Borsa e tit. Cred., 2016, pp. 861 ss.; a. Canepa, *dai salvataggi bancari ai crediti deteriorati: la complessa applicazione delle regole sugli aiuti di stato fra flessibilità e rigidità*, intervento al Convegno "crediti deteriorati nell'industria bancaria italiana", in Riv. trim. dir. ec., 2016, n. 3, I, pp. 258 ss.; L. SCIPIONE, *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato. Il caso italiano: criticità applicative e antinomie di una legislazione d'emergenza*, p. 39 e ss in https://www.innovazioneDiritto.it/media/old/pdf/2017_05_13.pdf; D. CRIVELLARI, *Securitisation, Non Performing Loans*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019, p. 45.

³⁷⁵ È uno strumento finanziario derivato che permette di attribuire un prezzo e trasferire il rischio di credito implicito nelle esposizioni creditizie. Tali strumenti sono "over the counter", ossia non negoziati nei mercati regolamentari. Tramite tale contratto il detentore di un credito si impegna a pagare una somma fissa periodica a favore della controparte che si accolla il rischio di credito gravante sull'attività. Per approfondimento: A. MATTA, *I credit derivatives, strumenti di gestione del rischio di credito*. P. 2 ss in https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/Cr_der_gest.pdf; Borsa Italiana, Glossario finanziario- crediti default swap in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/credit-default-swap.html>.

saranno integralmente ripagati. Possono essere emesse anche classi di titoli a rischio intermedio (*mezzanine*)³⁷⁶; (v) per il rilascio della garanzia dello Stato, è necessario che i titoli *senior*³⁷⁷ abbiano previamente ottenuto un livello di *rating* non inferiore all'ultimo gradino della scala di valutazione del merito di credito *investment grade*; (vi) la gestione dei crediti dovrà essere affidata ad un soggetto terzo (c.d. *NPLs Servicer*) rispetto alla società cedente e non appartenente al suo gruppo. Il *Servicer* potrà essere sostituito dai detentori dei titoli nel corso dell'operazione, a condizione che ciò non comporti un peggioramento del *rating* dei titoli *senior*.

Ai sensi dell'art. 3, co. 1 del d.l. 18/2016, «*il Ministro dell'economia e delle finanze, per diciotto mesi dalla data di entrata in vigore del presente decreto, è autorizzato a concedere la garanzia dello Stato sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione [...], a fronte della cessione da parte di banche aventi sede legale in Italia di crediti pecuniari [...] classificati come sofferenze*»³⁷⁸. Si caratterizza come una garanzia, irrevocabile incondizionata e a prima richiesta³⁷⁹,

³⁷⁶ L'art. 3 del Decreto si occupa di precisare la definizione di titoli *senior*, prevedendo – innanzitutto – che si considerano tali i titoli di classi che non siano subordinati ad altre classi della stessa emissione (una classe si considera non subordinata ad altre classi della stessa emissione se, conformemente alla priorità di pagamento applicabile dopo l'avvio di azione esecutiva - *post-enforcement priority* - e, ove applicabile, la priorità di pagamento derivante da una messa in mora - *post-acceleration priority* -, come indicata nel regolamento dei titoli, nessun'altra classe riceve pagamenti per capitale e interessi in via prioritaria rispetto ad essa). Si specifica poi che, in caso di emissione di più tranches di titoli *senior*, la garanzia dello Stato può essere richiesta su una o più tranches dei medesimi.

³⁷⁷ È stata scelta proprio questa classe di titoli perché sono quelli a rischio basso.

³⁷⁸ Nel diritto contrattuale la garanzia a prima richiesta si configura come un contratto autonomo di garanzia, in forza del quale una parte si obbliga a eseguire immediatamente la prestazione del debitore, senza previo accertamento dell'esistenza, validità o efficacia del rapporto, in deroga all'art. 1945 c.c., senza potere sollevare eccezioni di sorta ("senza eccezioni"), salvo la sola *exceptio doli*, opponibile nei confronti di chi abbia agito con dolo al fine di indurre il garante alla conclusione del negozio, e poi ne abbia chiesto l'adempimento. In merito alla classificazione di garanzia a prima richiesta si è espressa anche la giurisprudenza statuendo che "L'inserimento in un contratto di fideiussione di una clausola di pagamento "a prima richiesta e senza eccezioni" vale di per sé a qualificare il negozio come contratto autonomo di garanzia (cd. *Garantievertrag*), in quanto incompatibile con il principio di accessorialità che caratterizza il contratto di fideiussione, salvo quando vi sia un'evidente discrasia rispetto all'intero contenuto della convenzione negoziale". Per approfondimento: (Cass. civ., SS. UU., sent. n. 3947 del 18/02/2010; conf.: Cass. civ., sez. III, sent. n. 19736 del 27/09/2011; Cass. civ., sez. III, sent. n. 10998 del 19/05/2011).

³⁷⁹ La questione circa la qualificazione della garanzia dello Stato come garanzia a prima domanda potrebbe rivelarsi però una questione puramente speculativa laddove si considerino gli aspetti sui quali tale qualificazione potrebbe incidere. In termini generali, anche sulla base di quanto sopra indicato, qualificare la garanzia dello Stato come a prima domanda o meno assumerebbe rilevanza con riferimento: (i) al soggetto che ha assunto l'obbligazione di garanzia e all'adempimento da parte dello stesso della relativa obbligazione. A tal riguardo, stabilire se la garanzia sia o meno a prima domanda assumerebbe rilevanza

rilasciata dal Ministro dell'economia e delle finanze con apposito decreto, su istanza documentata della banca cedente.³⁸⁰ Inoltre, la garanzia, può essere prestata esclusivamente sulle *tranches senior*³⁸¹, le quali devono essere dotate di un *rating* pari o superiore all'*investment grade*, ottenuto da almeno un'agenzia di *rating*³⁸² accertata dalla BCE al 1° gennaio 2016. Per quanto riguarda l'efficacia, l'artico. 8, co. 1 del d.l. 18/2016 stabilisce che la garanzia «*diviene efficace solo quando la banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei titoli junior e, in ogni caso, un ammontare dei titoli junior e, ove emessi, dei titoli mezzanine, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti [...] dalla contabilità della banca*». È necessario, quindi, che venga effettuata la *derecognition* dei crediti ad alto rischio, ceduti ad operatori privati e con una

per il grado di tutela che la stessa sarebbe in grado di assicurare al relativo creditore. Nel caso di specie, occorrerebbe però considerare che ad assumere l'obbligazione di garanzia sarebbe il MEF e che, una volta emanato il decreto di concessione della garanzia, non vi sarebbero dubbi circa l'adempimento da parte dello stesso Ministero dell'obbligazione di pagamento assunta (ii) alla capacità delle vicende relative al rapporto sottostante di incidere sulla garanzia. Con riferimento a tale aspetto, si rileva la previsione della condizione sospensiva cui sarebbe sottoposta l'efficacia della garanzia dello Stato non esporrebbe di per sé la stessa garanzia alle vicende che potrebbero impattare sul rapporto sottostante. Anzi, sotto tale profilo, appare utile richiamare le previsioni contenute nell'articolo 8 del Decreto, in cui il Legislatore si è premurato di chiarire e specificare i casi tassativi al verificarsi dei quali la garanzia diverrebbe inefficace. Per approfondimento: P. MESSINA, G. GIANNESI, *Op. cit.* p.8 in https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/messina_p_e_giannesi_g._garanzia_sulla_cartolarizzazione_delle_sofferenze_gacs_dal_d.l._18-2016_al_dm_3_agosto_2016_2016.pdf

³⁸⁰ C. FISCALE, GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs, 2016, in http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/fiscale_c._gacs_garanzia_cartolarizzazioni_one_sofferenze_-_lo_schema_di_garanzia_statale_italiano_per_i_titoli_senior_2016.pdf.

³⁸¹ La *Special Purpose Vehicle*, cessionaria dei crediti ceduti, emette almeno due categorie di titoli, che si distinguono per il grado di rischio: i *senior*, i cui interessi verranno pagati con priorità rispetto agli altri titoli emessi, e i *junior*, classe che avrà diritto a ricevere il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi solo dopo il rimborso delle altre *tranches*.

³⁸² Sono Agenzie indipendenti rispetto alla società che emette titoli e sono specializzate in valutazioni di solvibilità e solidità di una società emittente titoli sul mercato finanziario. Il giudizio relativo al grado di rischio del soggetto o del titolo analizzato viene sintetizzato nel cosiddetto *rating*, ossia in un punteggio alfanumerico che rappresenta la capacità dell'emittente stesso di far fronte ai propri impegni secondo le scadenze prestabilite. Le principali agenzie di *rating* sono *Fitch Investors Service*, *Moody's* e *Standard & Poor's*. Non per forza tutti i titoli devono possedere un *rating*. Per approfondimento: cfr M. DAMILANO, *Op. cit.*, p. 56 ss, Borsa Italiana, *Agenzia di Rating* in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/agenzia-di-rating.html>; IlSole24ore, *Le agenzie di rating*, in <https://confrontaconti.ilssole24ore.com/guida-rating/agenzie-di-rating.aspx>; La Repubblica, *Le agenzie di rating*, https://www.repubblica.it/economia/lemma/agenzie_di_rating-219825066/.

remunerazione a livelli di mercato, prestando attenzione sia al grado di rischio che della durata dell'esposizione³⁸³.

Già *prima facie*, emerge che con l'entrata in vigore della disciplina GACS si è realizzata una disciplina parzialmente diversa³⁸⁴ rispetto all'impianto normativo affermatosi con la legge 130/1990³⁸⁵.

Inizialmente i soggetti che potevano accedere a tale garanzia erano solo le banche italiane ma, in sede di legge di conversione, fu ampliata la platea di soggetti ricomprendendovi anche gli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 TUB, purché aventi sede legale in Italia.

La GACS è stata rinnovata con l'entrata in vigore del d.l. n. 22/2019 e prorogata, con alcune modifiche, per 24 mesi³⁸⁶. Inoltre, la dotazione del fondo in questione è stata ulteriormente incrementata di 100 milioni di euro (art. 23, co. 1, d.l. 22/2019). Il vincolo soggettivo suddetto impedirebbe l'utilizzo delle GACS da parte dei principali intermediari stranieri e dei numerosi *originator* italiani presenti nel settore finanziario ovvero soggetti comunque interessati alla ristrutturazione dei debiti deteriorati presenti in bilancio.

³⁸³ L'art. 9 del d.l. 18/2016 definisce le logiche per il calcolo del corrispettivo della GACS. In particolare, tale corrispettivo sarà calcolato prendendo come riferimento i prezzi dei *credit default swaps* aventi un livello di rischio analogo a quello dei titoli garantiti. Esso, inoltre, sarà crescente nel tempo, nel caso in cui i titoli *senior* non verranno rimborsati entro il terzo o il quinto anno dalla concessione della GACS. In argomento di veda C. FISCALE, *op. cit.*, p. 5.

³⁸⁴ In qualche misura anche a riguardo dell'operatività delle cartolarizzazioni, in quanto, ad esempio, ai sensi dell'art. 5 del Decreto in questione, è richiesto il consenso del Ministero per le seguenti modifiche: (i) modifica dell'importo nominale o del capitale dei titoli *senior*; (ii) incremento del tasso di interesse applicato ai Titoli *senior* o, nel caso in cui sia sovraordinato rispetto al pagamento del capitale dei Titoli *senior*, ai Titoli *mezzanine*; (iii) modifica della scadenza dei Titoli *senior*; (iv) modifica degli eventi (*trigger event*) che danno diritto ai portatori dei Titoli *senior* di dichiarare la decadenza della Società di cartolarizzazione dal beneficio del termine o di applicare la priorità di pagamento derivante da una messa in mora (*post-acceleration* e *post enforcement priority*); (v) modifica del regolamento dei titoli o dei contratti dell'operazione che comporti un peggioramento del *rating* dei Titoli *senior*; e (vi) ogni modifica del regolamento dei titoli o dei contratti dell'operazione nell'ipotesi di escussione della garanzia ai sensi dell'art. 11 del Decreto-Legge.

³⁸⁵ Può essere inteso che la legge 130/990 vada a delineare il quadro legislativo entro cui operare e, in questo caso, la normativa sulla GACS delinea gli elementi di dettaglio. Per approfondimento: G. GIANNESI, P. MESSINA, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, in www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/messina_p_e_giannesi_g._garanzia_sulla_cartolarizzazione_delle_sofferenze_gacs_dal_d.l._18-2016_al_dm_3_agosto_2016_2016.pdf.

³⁸⁶ Inizialmente la garanzia aveva durata di 18 mesi prorogabile di altri 18 mesi su autorizzazione del MEF

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

Scopo primario della disciplina in questione è, quindi, ridurre il premio al rischio richiesto dagli operatori per le sofferenze cartolarizzate, con un conseguente abbassamento del *pricing gap* ed un più favorevole collocamento sul mercato, incentivando la cessione anche ad investitori più avversi al rischio³⁸⁷. Allo stesso tempo, però, la garanzia riguarda le sole sofferenze che possiedono una probabilità di riscossione più alta e che, quindi, sono accompagnate da una documentazione probatoria trasparente che abbia consentito all'agenzia di cui all'art. 3, co. 3, d.l. 18/2016 di valutarne correttamente il merito creditizio³⁸⁸. Queste condizioni fanno in modo di impedire allo Stato³⁸⁹ di esporsi ad un rischio eccessivo.

Nonostante i benefici apportati dall'utilizzo della garanzia, ad ora, il rinnovo è stato accantonato dalle autorità italiane nonostante un accordo preliminare con le autorità dell'UE a inizio anno. Il ministro dell'Economia italiano, Giancarlo Giorgetti, non ha mai presentato la richiesta formale necessaria per l'approvazione ufficiale da parte di

³⁸⁷ La disciplina opera un'assimilazione degli NPLs cartolarizzati ai titoli di Stato affinché il rischio dei titoli sia attenuato. In argomento di veda: A. D. SCANO, *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in Banca, Borsa, Titoli di Credito, 2006, p. 120 ss; E. SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1999, p. 449 ss.

³⁸⁸A. ARCANGELI, *La cartolarizzazione degli NPLs e la GACS. Il nuovo tessuto normativo*, 2017. Consultabile al sito: <https://web.uniroma1.it/deap/sites/default/files/allegati/Securitization>.

³⁸⁹ M. MAGGIOLINO, *op. cit.*, p. 117

Bruxelles. Tale programma ha aiutato le banche nazionali a eliminare 117 miliardi di euro di crediti inesigibili mitigando l'impatto delle cessioni sui loro guadagni. Nonostante i rischi di insolvenza aziendale a causa di bollette energetiche esorbitanti ed alti tassi di interesse, il ministro non è del tutto convinto dell'utilità delle garanzie, anche se il rinnovo della GACS era richiesto dalle banche italiane³⁹⁰.

3.2 NPL e crisi di impresa

A seguito di tutta la disanima regolamentare riportata, emerge chiaramente che è necessaria una corretta gestione dei crediti deteriorati in modo da poter avere una ripresa economica. Gli sforzi a riguardo seguono 2 direttrici: (i) implementazione del mercato secondario per lo smaltimento di NPL e (ii) problematiche che la cessione di tali crediti arreca al debitore³⁹¹.

Il punto *sub ii* concerne le problematiche che la cessione del credito può arrecare al soggetto passivo del rapporto. Costui solitamente è un soggetto in situazione di crisi o di insolvenza. Nel caso in cui si tratta di una situazione di insolvenza irreversibile, l'unica soluzione praticabile è la rapida liquidazione dell'impresa in dissesto³⁹². Nel caso in cui, invece, il soggetto versi in uno stato di probabile crisi o insolvenza, il nuovo codice della crisi ha messo in piedi un rivisitato meccanismo a cui l'imprenditore può accedere alla Composizione negoziata della crisi d'impresa. Tale meccanismo è finalizzato al superamento della stessa tramite un accordo con uno o più creditori da raggiungersi grazie all'intermediazione di un terzo, esperto indipendente, e alla messa a disposizione di una serie di benefici per l'imprenditore, finalizzati a sollecitare l'interesse delle parti coinvolte al raggiungimento di una soluzione non conflittuale³⁹³.

³⁹⁰ Per approfondimento: Ministero Dell'Economia e Delle Finanze, *Documento di Economia e Finanza 2023*, p. 115 ss. In https://i2.res.24o.it/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/ILSOLE24ORE/Online/_Oggetti_Embedded/Documenti/2023/04/13

³⁹¹ P. Rinaldi, *La composizione negoziata della crisi e i rapporti con gli intermediari creditizi*, in www.ilcaso.it, 2021;

³⁹² Per approfondimento: A. PETTERUTI, *Pre crisi, crisi ed insolvenza: dubbi sull'accesso alla composizione negoziata* in <https://www.quotidianopiu.it/dettaglio/10021449/pre-crisi-crisi-ed-insolvenza-dubbi-sullaccesso-alla-composizione-negoziata>.

³⁹³ Per approfondimento: A. MONORITI, *Composizione negoziata della crisi d'impresa o negoziazione per la rigenerazione d'impresa? Il fallimentarista* in <https://ilfallimentarista.it/articoli/focus/composizione->

A seguito di una breve introduzione sul meccanismo di operatività di tale procedura, è interessante analizzare i riscontri e le interazioni tra tale istituto e le politiche creditizie bancarie. Inizialmente, è opportuno evidenziare il presupposto oggettivo che giustifica l'accesso alla procedura in questione, il quale si basa sulle "*condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che rendono verosimile l'insorgere di una crisi o di un'insolvenza*".

Il soggetto che ricorre a tale tipo di istituto non potrà essere classificato dalla banca come *in bonis* sia nell'ipotesi in cui l'impresa, che ricorre alla composizione negoziata, abbia già dei rapporti di finanziamento del tutto regolari presso banche o intermediari finanziari sia nell'ipotesi in cui l'impresa abbia dei rapporti di finanziamento (scaduti/sconfinanti) presso banche o intermediari finanziari³⁹⁴.

Nel momento in cui l'impresa faccia ricorso alla procedura di composizione negoziata e richieda una moratoria alle banche creditrici, nelle more delle trattative, dovrebbe essere trasferita da *bonis* ad "inadempienze probabile" e, ove la richiesta di moratoria venisse accolta, la classificazione sarebbe arricchita dall'attributo *forborne non performing*, trattandosi di una misura di *forbearance* concessa alla controparte.

È verosimile interpretare tale previsione come finalizzata ad assicurare all'impresa "in crisi" il necessario sostegno finanziario per proseguire nell'attività e, quindi, superare lo stato di crisi in cui versa. Tuttavia, se simile finalità può, in linea generale, essere condivisibile, esaminando la fattispecie dal punto di vista della disciplina prudenziale, non ricorrono elementi nuovi e diversi per sostenere che la posizione di rischio possa essere classificata *in bonis* da parte dell'intermediario che decidesse di concedere la finanza in prededuzione. La circostanza per la quale i finanziamenti sono assistiti dal beneficio della prededuzione (giudizialmente assegnato) non può essere

[negoziata-della-crisi-dimpresa-o-negoziazione-la-rigenerazione-dimpresa](https://www.cortedicassazione.it/cassazione-resources/resources/cms/documents/Rel087-2022_NOV_NORMATIVA.pdf); CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE, *Fallimento ed altre procedure concorsuali - in genere* Rel. N. 87, 2022 p. 13 in https://www.cortedicassazione.it/cassazione-resources/resources/cms/documents/Rel087-2022_NOV_NORMATIVA.pdf; cfr AA. VV., *D.l. n. 118/21. La composizione negoziata della crisi di impresa*, (a cura di) M. ANNETTA in *Diritto Commerciale*, Milano 2022.

³⁹⁴ Per approfondimento: G. PRESTI, *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, 2023 in <https://dirittodellacrisi.it/articolo/le-banche-e-la-composizione-negoziata-della-crisi>.

ritenuto elemento sufficiente né idoneo per escludere la classificazione ad inadempienza probabile dell'esposizione³⁹⁵.

La prededuzione potrà rilevare come garanzia che assiste l'esposizione creditizia e, quindi, nella valutazione analitica, ridurre gli accantonamenti da appostare sulla posizione di rischio. Ne consegue che l'intermediario finanziatore difficilmente potrà essere interessato a concedere detto supporto finanziario in prededuzione, salva l'ipotesi di classificare l'esposizione, comunque, ad inadempienza probabile ma applicando accantonamenti "minimi" in ragione delle garanzie assunte³⁹⁶. Ciò per una duplice ragione: in *primis*, tale disposizione avrebbe incentivato le banche già esposte verso l'impresa a prender parte alla procedura in quanto avrebbero potuto continuare a prestare il sostegno finanziario necessario; in *secundis* è difficile che l'impresa, nelle more della procedura di composizione negoziata, riesca a trovare un'altra banca disposta a concederle nuova finanza.

Particolarmente problematica, inoltre, risulta la previsione di cui all'art 6, co. 5 del d.l. n. 118/2021, il quale dispone che "*i creditori interessati dalle misure protettive non possono, unilateralmente, rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti o provocarne la risoluzione né possono anticiparne la scadenza o modificarli in danno dell'imprenditore per il solo fatto del mancato pagamento dei loro crediti anteriori rispetto alla pubblicazione dell'istanza di cui al comma* ³⁹⁷"

In virtù di tale previsione, risulta evidente che banche e intermediari finanziariamente esposti verso l'impresa si troveranno, in forza di detto evento, nell'impossibilità di revocare le linee di credito o di modificarle o renderle più onerose in danno dell'impresa³⁹⁸.

³⁹⁵ Per approfondimento: G. M. G. PRESTI, *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, in *Rivista Banca Impresa e Società*, 2023; n.1 p. 1-25.

³⁹⁶ Per approfondimento: G. M. G. PRESTI, *Op. cit.*, p. 4-12.

³⁹⁷ Per approfondimento: Senato della Repubblica, *Misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale, nonché ulteriori misure urgenti in materia di giustizia*, Dossier 2021. p. 29 in www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01307304.pdf.

³⁹⁸ La possibilità è prevista solo se la revoca non è giustificata dall'unica ragione di ricorrere alla procedura concordata.

3.3 Cessione dei crediti e strategie di gestione

La gestione dei crediti deteriorati rappresenta una delle attività più importanti per le imprese in crisi. In particolare, quando un'azienda incontra difficoltà di natura finanziaria, il riesame del portafoglio credito diventa fondamentale per riuscire a salvaguardare la propria situazione economica. Infatti, non è insolito che, in caso di insolvenza, l'imprenditore debba ricorrere alla vendita dei crediti deteriorati per recuperare, almeno in parte, la propria situazione debitoria³⁹⁹.

L'emergere di un fenomeno di crediti deteriorati rappresenta un'importante sfida per l'impresa, poiché è la conseguenza diretta di una scarsa cultura di gestione delle attività finanziarie. Una situazione di insolvenza può manifestarsi in diverse forme, tra cui il pagamento ritardato o l'insolvenza parziale o totale del cliente. In ogni caso, una mancata gestione dei crediti deteriorati può compromettere la stabilità patrimoniale, la liquidità e la crescita a lungo termine dell'azienda. Pertanto, per assicurare la continuità dell'impresa, è essenziale adottare una gestione accurata del portafoglio crediti, che preveda attività di recupero tempestive e costanti.⁴⁰⁰

Oltre che per le imprese che versano in crisi, la gestione corretta celere ed efficace di tali esposizioni è di fondamentale importanza anche per le banche in quanto l'accumularsi di NPL comporta determinate problematiche⁴⁰¹.

La prima è l'impatto negativo che si registra in conto economico, dovendo le banche predisporre degli accantonamenti⁴⁰² per i crediti deteriorati. Il deterioramento del credito, infatti, determina una recuperabilità parziale dello stesso che deve essere adeguatamente segnalata nell'elaborazione del bilancio della banca. Inoltre, va

³⁹⁹ Per approfondimento: S. RIZZO, *Il quadro regolamentare delle esposizioni bancarie (nei confronti delle imprese in crisi)*, 2022 in <https://dirittodellacrisi.it/articolo/il-quadro-regolamentare-delle-esposizioni-bancarie-nei-confronti-delle-imprese-in-crisi>.

⁴⁰⁰ Per approfondimento: F. PASCUZZI, *La valutazione di mercato dei non performing loan*, Non Performing Loans, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019, p. 39.

⁴⁰¹ Accademia Politica, *I crediti deteriorati (NPL) nel post-Covid: fanno ancora paura?*, 2022 in <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/03/25/npl-crediti-deteriorati-banche/>.

⁴⁰² Il grado di copertura del rischio di un'esposizione deteriorata presente nel bilancio di una banca prende il nome di *coverage ratio* (o semplicemente *coverage*) ed è espresso in percentuale dell'esposizione nominale. Ad esempio, se una banca ha un credito deteriorato di 100 euro, per copertura del rischio ha accantonato un importo pari a 60 euro, il valore nominale è 100 euro il *coverage ratio* è pari al valore accantonato espresso in percentuale, cioè 60%. Per approfondimento: Borsa Italiana, *Come funzionano e quanto pesano sul sistema finanziario i crediti deteriorati delle banche 2018* in <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/non-performing-loans137.htm>.

considerato che gli accantonamenti generano un impatto negativo sugli utili in quanto il patrimonio elargito a copertura del rischio sarà necessariamente precluso alla distribuzione e/o all'investimento. L'impatto degli accantonamenti si riflette anche sullo Stato Patrimoniale nel quale viene riportato il Valore Netto⁴⁰³ dei crediti problematici.

Altra problematica si attesta in riferimento all'effetto sul patrimonio di vigilanza; gli NPL incidono in modo significativo anche sui ratio patrimoniali⁴⁰⁴, in quanto erodono, assorbendolo, il patrimonio di vigilanza con un peso maggiore rispetto ad altri attivi. Ciò si manifesta in un ostacolo all'investimento del capitale bancario, determinando una riduzione della sua disponibilità e impedendo l'espansione del *business* della banca.⁴⁰⁵

Ancora, gli NPLs comportano un aumento dei costi, in quanto la gestione del credito problematico è costosa e l'aumento delle sofferenze porta ad un aumento dei costi del personale e delle spese legali.

Le maggiori preoccupazioni riguardo agli NPL vertono sulle modalità di smaltimento. La modalità di smaltimento di tali poste deteriorate è un tema pertinente ai

⁴⁰³ Il valore netto dei crediti deteriorati è il c.d. *Net book value*, NBV, è calcolato come:
$$\sum_{t=1}^{n^1} \frac{f^1 t^1}{(1+i)^{t^1}}$$

f^1 rappresenta il nuovo flusso di cassa, n^1 rappresenta il nuovo tempo di incasso. Ovviamente questo valore non è quello che gli investitori sono disposti a pagare nel momento in cui acquistano il credito.

Il valore netto delle esposizioni deteriorate è dato dalla differenza tra il valore netto cartolarizzate e il cd sconto sul prezzo di riacquisto non rimborsabile. Ciò significa che se tali esposizioni hanno subito un deterioramento, il valore netto sarà inferiore rispetto al valore attuale delle esposizioni. La riduzione del prezzo d'acquisto non rimborsabile è pari alla differenza tra il valore attuale degli investimenti nel portafoglio e il prezzo di vendita a cui tali investimenti vengono ceduti dalla precedente parte proprietaria alla società di cartolarizzazione. Questa riduzione non verrà rimborsata né al precedente proprietario né al prestatore originario. È importante notare che tale riduzione potrebbe includere la differenza tra l'ammontare nominale di specifici segmenti deteriorati del portafoglio che vengono inizialmente acquistati dal precedente proprietario per la vendita futura e il prezzo di vendita a terzi non correlati alla successiva operazione. Approfondimento: L. G. CIAVOLIELLO, F. CIOCCHETTA, F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI, *Quanto valgono i crediti deteriorati?* Note di stabilità finanziaria e vigilanza N.3, 2016 in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2016-0003/n3-note-stabilita-finanziaria.pdf>.

⁴⁰⁴ I *ratio* patrimoniali sono misure che indicano la solidità finanziaria di un'azienda. Si basano sull'analisi del bilancio aziendale e permettono di valutare la capacità dell'azienda di far fronte ai propri debiti e di utilizzare il proprio patrimonio in modo efficiente. Alcuni degli indicatori più comuni dei *ratio* patrimoniali includono il rapporto debito/capitale proprio, il rapporto tra attività correnti e passività correnti e il margine di profitto lordo. L'analisi dei *ratio* patrimoniali è spesso utilizzata dagli investitori e dai creditori per valutare il rischio di investire o concedere un prestito all'azienda.

⁴⁰⁵ A prova di ciò da un'analisi compiuta a livello europeo emerge che il ROE medio (ritorno sul capitale investito) delle banche europee è notevolmente inferiore al ROE medio degli istituti di credito statunitensi. Tale differenza è causata in parte dal fatto che il NPL ratio di alcune banche europee è notevolmente superiore a quello dei concorrenti di oltreoceano.

fini dell'elaborato in quanto la banca deve essere in grado di canalizzare liquidità verso attività maggiormente redditizie. La gestione può avvenire tramite diverse modalità: (i) mantenere il portafoglio di crediti deteriorati in bilancio con conseguente gestione da parte della banca stessa c.d. gestione interna; (ii) cessione del credito e contestualmente cancellazione dello stesso dal bilancio c.d. gestione esterna; (iii) ristrutturazione e rilascio di *forbearance*; (iv) recupero dei crediti tramite procedure giudiziali, (v) cessione con conseguente *derecognition* contabile e prudenziale. La soluzione sub ii è la più operata in quanto, oltre a rispecchiare le politiche di *derecognition*, comporta anche dei tornaconti in termini di redditività⁴⁰⁶.

3.3.1 Gestione interna

Iniziando l'analisi dalla tipologia *sub i*) si nota che nell'ordinamento precrisi, la gestione interna era di gran lunga prediletta rispetto alle ipotesi di gestione esterna. La ragione di ciò risiede nel fatto che: (a) non era presente un elevato quantitativo di crediti deteriorati e (b) scarso utilizzo di meccanismi come quello della cartolarizzazione⁴⁰⁷ ovvero della cessione a fondi.

Le ipotesi gestionali interne si presentano in ogni circostanza in cui la banca opta per mantenere nell'ambito del proprio bilancio l'importo dei crediti connessi. Questa strategia di gestione può essere suddivisa in due categorie: la gestione *in-house*, condotta direttamente dalla banca stessa e l'*outsourcing* o *servicing* interno⁴⁰⁸, che implica la creazione di un'entità *ad hoc* controllata dalla banca per la gestione di tali esposizioni. Nelle *guidance* fornite dalla BCE, viene sottolineato il ruolo importante della *forbearance*

⁴⁰⁶ Tali soluzioni sono prospettate nella Linee Guida per le banche *Less Significant*. Per approfondimento: Banca D'Italia, *Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati* 2018, p. 3 in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Linee-Guida-NPL-LSI.pdf>.

⁴⁰⁷ Negli ultimi trent'anni, in Italia il mercato della cartolarizzazione è cresciuto gradualmente, nonostante all'inizio degli anni '90 questa tecnica fosse poco utilizzata. Il primo esempio di cartolarizzazione con un *originator* italiano è avvenuto con Citifin Finanziaria S.p.A., quando, nel gennaio del 1990, la Citicorp *Investment Bank* di Londra finanziò la *securitization* di un portafoglio di prestiti del valore di 210 miliardi di lire concessi a residenti italiani. Per approfondimento: *Storia del mercato della cartolarizzazione*, 2020 in <https://www.mediterraneocapital.co.uk/post/storia-del-mercato-della-cartolarizzazione#:~:text=La%20prima%20operazione%20di%20cartolarizzazione%20che%20ha%20visto%20come%20protagonista,dalla%20Citifin%20Finanziaria%20S.p.A.%20a.>

⁴⁰⁸ Per approfondimento: Cfr. M. MANDICO, *Cessione del credito bancario deteriorato e tutela del debitore*, 2023 p. 22 ss.

come strategia interna per garantire la maggior efficacia possibile nella gestione dei crediti deteriorati⁴⁰⁹. Questa strategia consente alla banca di ridurre il peso in bilancio dei crediti deteriorati dopo l'accordo di ristrutturazione. Naturalmente, questo comporta una certa perdita per la banca, ma quest'ultima la considera come un "sacrificio" necessario per consentire alla controparte di avere maggiori possibilità di uscire dalla situazione di insolvenza. Nell'ambito di tale strategia di gestione esistono due tipologie di misure che possono essere prese differenziando se si opera in un'ottica di breve ovvero lungo termine.

Se si opta per l'adozione di un approccio temporaneo per risolvere situazioni di insolvenza, si prevede l'eliminazione o la riduzione delle quote di interessi o rate per un periodo limitato. Tale modalità può essere applicata al ricorrere delle seguenti condizioni: (i) un'insolvenza transitoria e facilmente risolvibile legata a problemi di liquidità, (ii) rapporto di fiducia tra banca e cliente, che fa presupporre un futuro impegno del debitore a rientrare nei parametri di solvibilità.

Nel caso in cui si scelga una strategia a lungo termine⁴¹⁰, le misure applicate devono essere parte di una revisione completa del rapporto creditizio, attraverso una qualsiasi riduzione del debito o attraverso la novazione del rapporto⁴¹¹. Tuttavia, la scelta di adottare tale strategia deve essere basata sulla valutazione da parte dell'istituzione finanziaria della fattibilità di un recupero, anche parziale, dei crediti in difficoltà soggetti alle misure applicate. Per raggiungere questo obiettivo, la banca deve analizzare attentamente diversi aspetti, tra cui il piano industriale futuro, l'atteggiamento cooperativo

⁴⁰⁹ La *forbearance* è una strategia di gestione interna usata dalle banche e altre istituzioni finanziarie per garantire la massima efficacia possibile nella gestione dei crediti deteriorati. Questa comporta la concessione di una pausa temporanea nei pagamenti del debitore, con l'accordo che questi riprenderanno in seguito. L'obiettivo è quello di evitare le conseguenze negative della mancata restituzione di un prestito, come ad esempio la perdita del capitale del prestito e l'impatto sul *rating* creditizio dell'istituto finanziario. Inoltre, la *forbearance* può consentire a un debitore di riprendere i pagamenti senza dover affrontare sanzioni eccessivamente severe, come ad esempio la chiusura del suo conto. Per approfondimento: Banca Centrale Europea, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati*, 2017 https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf

⁴¹⁰ Per approfondimento: cfr. T. LARIMORE, M LINDAUER, M.LEBOUT, *the Bogleheads' Guide to Investing*, p. 230 ss.

⁴¹¹ Per approfondimento: V. LEMMA. *I fondi NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?* 2019, Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia.

e la posizione del *core business* all'interno del settore in caso di aziende in difficoltà finanziaria.

In aggiunta alle considerazioni sin qui esposte, è opportuno sottolineare che la decisione di adottare la *forbearance* non può essere presa in maniera indipendente dalla valutazione finanziaria della banca, poiché, in caso di insuccesso della strategia, la banca deve comunque essere in grado di far fronte a eventuali perdite con il proprio patrimonio. Tale circostanza costituisce il principale svantaggio strutturale di questa tipologia di gestione, risultando difficile da applicare nei casi di elevato stress finanziario⁴¹².

In sintesi gli aspetti positivi, associati ad un approccio attivo nei confronti della *forbearance*, possono essere ricondotti principalmente alla capacità di ridurre il rischio di subire ulteriori perdite attraverso diverse modalità di ristrutturazione del debito, evitando così di dover procedere con la liquidazione del patrimonio del debitore, processo spiacevole e complicato che comporterebbe inoltre costi significativi⁴¹³.

Dal punto di vista opposto, come fa notare P. Carriere⁴¹⁴, risulta che tra i crediti deteriorati vi siano alcuni che, a causa dei motivi precedentemente illustrati, non sono recuperabili. Tuttavia, in alcune situazioni, vi sono crediti le cui condizioni di solvibilità non sono tanto gravi da richiedere l'adozione di misure di ristrutturazione. In particolare, tra i casi di *Non-Performing Exposures* (NPE), esiste una tipologia che non è definitivamente "deteriorata", ma ancora "in via di deterioramento": quella degli *Unlikely-to-Pay* (UtP). Tali inadempienze probabili rappresentano la classe di *asset* con la sorte più incerta all'interno del mondo NPL, in quanto difficilmente controllabili e accordabili mediante strategie predeterminate. In una pubblicazione dedicata al mercato UtP intitolata "*Dossier sul Mercato UtP*", *PricewaterhouseCoopers* esprime l'importanza che la variabilità rappresenta nella gestione di tali mercati, caratterizzati da una complessità elevata. Pertanto, la comprensione accurata della natura della singola inadempienza costituisce una condizione cruciale per l'adozione di un'efficace strategia *forbearance*. Inoltre, la banca potrebbe aver incluso in questa categoria alcuni casi di

⁴¹² Per approfondimento: P. KLEIN., C. MOSSINGER., A. PFINGSTEIN. *Transparency as a Remedy for Agency Problems in Securitization? The Case of ECB's Loan-Level Reporting Initiative*; Journal of Financial Intermediation, 2020.

⁴¹³ Per approfondimento: Cfr. S.SLATTER, D.LOVETT, *Op. cit*, p 100 ss.

⁴¹⁴ P. CARRIÈRE, *Restructuring Funds; an alternative tool for a systemic approach to active management of Unlikely to Pay (UTP)*, 2020, in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3541626.

crediti il cui pagamento si è semplicemente estinto, risultando pertanto inseriti nella categoria UtP in virtù delle politiche interne dell'istituto creditizio.

3.3.2 Gestione esterna

La seconda tecnica di gestione degli NPL sussiste nella cessione di tali crediti a terze parti. Tale metodologia, come suddetto è la più utilizzata e viene prediletta nel momento in cui la banca possiede un ammontare di crediti deteriorati ingente⁴¹⁵.

La cessione di crediti deteriorati consente alla banca di conseguire due tipologie di benefici: (i) miglioramento dell'efficienza ed efficacia dei processi gestionali e (ii) miglioramento dello stato patrimoniale della banca.

In tal proposito, i benefici riguardano principalmente i seguenti profili⁴¹⁶: (i) redditività in quanto, attraverso la cessione di attivi, la banca si trova a disporre di nuova liquidità utilizzabile per la concessione di nuovi prestiti che, a differenza di quelli deteriorati e ceduti, producono flussi di ricavi da interessi; (ii) patrimonializzazione in quanto, attraverso l'eliminazione dal bilancio di poste, cui sono associate elevate ponderazioni per la determinazione dei requisiti minimi di patrimonio, si consente un recupero di capitale che permette di erogare nuovi prestiti; (iii) rischiosità della banca, poiché, la cessione di attività deteriorate migliora la valutazione della rischiosità da parte del mercato e può comportare benefici anche in termini di *rating* e sulla valutazione delle azioni⁴¹⁷.

A fronte di questi benefici, la cessione può generare anche alcuni oneri e svantaggi. Tra questi il principale è dato dalla possibilità che esista una divergenza tra il valore netto cui i crediti sono iscritti in bilancio e il loro valore di mercato⁴¹⁸, ossia il

⁴¹⁵ Per approfondimento: D. ROSSANO, *La Gestione Dei Crediti Deteriorati Nelle Crisi Bancarie*, Rivista trimestrale di diritto dell'economica, 2/2019, p.94 ss in http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2019_02_RTDE_supplemento_2.pdf.

⁴¹⁶ Per approfondimento: A. MALINCONICO, F. PARENTE, *Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*, in *Bancaria*, n.5, 2017.

⁴¹⁷ Per approfondimento: cfr. M. COTUGNO, *Op. cit.*, p. 17 e ss.

⁴¹⁸ Per determinare il valore di mercato dei crediti si usa il metodo dell'attualizzazione dei flussi finanziari, utilizzando la formula: $V = \sum (FC_{t=0}, \dots, FC_{t=1}) * 1/(1+i)^t$. Una volta determinato così tale valore, è necessario procedere alla valutazione di mercato dei crediti deteriorati. La determinazione di questo dipende da vari parametri, *inter alia*, (i) rischio paese percepito al momento di valutazione, (ii) tipologia del credito e (iii) aleatorietà dei flussi. Ovviamente nel determinare il prezzo di cessione concorrerà anche la rischiosità del credito in merito a: garanzie accessorie al credito stesso (garantito/chirografario, tipologia,

prezzo cui gli investitori sono disposti ad acquistare questi attivi. Questo eventuale *pricing gap* determina un immediato effetto negativo sul conto economico e sulla redditività della banca. Il delta⁴¹⁹ che si crea tra valore “bilancistico” del credito e il valore di acquisto dello stesso comporta una perdita su crediti. Tale perdita viene registrata in conto economico e va a ridurre il patrimonio della banca; tale riduzione può avere ripercussioni anche sulla capacità delle banche di rispettare i requisiti patrimoniali⁴²⁰.

Con riferimento al secondo aspetto, la cessione dei crediti appare una soluzione solitamente più adatta alle sofferenze. Considerati i fattori che causano un potenziale *pricing gap*, i prestiti che hanno maggiori probabilità di essere oggetto di cessione sono quelli caratterizzati da un maggiore *coverage rate*; vale a dire prestiti con un fondo rettifiche adeguato e tale da ridurre il possibile divario tra valore di bilancio e prezzo di cessione/acquisto e tra quest’ultimo e il valore di recupero.

Oltre alla mera rilevanza contabile, il tema viene anche attenzionato in chiave critica. Si ritiene che uno dei problemi dell’implementazione del mercato NPL, sia stata proprio la differenza di prezzo tra il valore a cui le banche sono disposte a vendere e la cifra che gli investitori sono, invece, disposti a pagare⁴²¹

La fuoriuscita del credito deteriorato dal patrimonio di un ente creditizio può dare luogo all’attivazione di strategie avanzate di gestione che si basano su parametri temporali

eventualmente, di *asset* dato a garanzia), tipologie di debitore. Altre variabili che vengono valutate possono essere: (i) previsioni contrattuali in termini di rappresentazioni e garanzie del venditore che incidono in modo rilevante sul rischio, (ii) modalità e tempi di pagamento del prezzo e (iii) la struttura legale e fiscale del trasferimento dei crediti. Per approfondimento: Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Non Performing Loans* (a cura di) F. PASCUZZI p 52-53 in <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/filemanager/active/01535/fnc-npl-v09.pdf?fid=1535>

⁴¹⁹ Secondo le stime degli esperti l’entità del *pricing gap* oscilla tra il 20% e il 30% nel caso delle sofferenze.

⁴²⁰ Alcune tra le principali banche italiane, ma anche tra quelle di dimensioni inferiori, dispongono di una dotazione patrimoniale inferiore o solo di poco superiore a quella richiesta dagli organi di vigilanza. Ciò di fatto limita la possibilità per le banche di assorbire le perdite derivanti da un possibile *pricing gap*. Il *pricing gap* costituisce per questi motivi uno dei principali fattori che, sino ad oggi, hanno ostacolato il ricorso delle banche italiane alla cessione di questi attivi e, per contro, ne ha incentivato il mantenimento in portafoglio anche quando essi non sono ritenuti *core*.

⁴²¹ Più nello specifico le banche italiane registrano nei loro bilanci i crediti in sofferenza a un valore di carico approssimativamente pari al 41% del valore dell’esposizione lorda, mentre gli operatori specializzati, come gli *hedge funds*, sono disposti ad acquistare tali crediti a un prezzo di mercato leggermente superiore al 22%. Questa differenza di circa 19 punti percentuali rappresenta un ostacolo significativo allo sviluppo del mercato. Per approfondimento: R. TEDESCHI, *Crediti deteriorati, il nodo dei prezzi di mercato (e come venirne a capo)*, 2016 in <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/06/14/crediti-deteriorati-il-nodo-dei-prezzi-di-mercato-e-come-venirne-a-capo>.

differenti da quelli previsti dalle regole di vigilanza generale per le banche. Una volta che il credito sia stato rimosso dal campo di applicazione delle suddette regole di vigilanza prudenziale, i gestori sono in grado di adottare soluzioni specifiche per l'assenza di performance, ricorrendo a forme di amministrazione attiva che ridefiniscono i criteri di conduzione del rapporto giuridico con il fine di consentire al debitore di adempiere al proprio impegno in conformità con le mutate condizioni dell'economia reale⁴²².

Il quadro normativo delineatosi tramite la cd, AIFMD⁴²³ dà la possibilità di affiancare al meccanismo consolidato della cessione dei crediti anche la cessione ai Fondi di Investimento Alternativi⁴²⁴, che gestiscono i crediti seguendo l'arco temporale delle immobilizzazioni finanziarie.⁴²⁵

3.4 Mercato dei *Non Performing Loans*

Il mercato dei *Non Performing Loans* è l'insieme degli operatori che scambiano tali crediti. Di questi fanno parte: (i) banche ed istituzioni finanziarie che originano il credito, (ii) fondi di investimento specializzati e (iii) altre categorie di investitori professionali.

Oltre a tali soggetti che definiscono il perimetro ristretto del mercato, vanno ricompresi anche i *servicer*; suddivisibili in *special servicer* e *master servicer*⁴²⁶. Al primo soggetto spetta l'attività del recupero crediti, al secondo la gestione dei veicoli di cartolarizzazione.

Con l'aumento delle poste deteriorate tale mercato è stato molto attivo, ma, nonostante l'ingente operatività, non può essere considerato un mercato efficiente. Esso è caratterizzato da un alto rischio e da un'alta complessità, in quanto tratta di crediti

⁴²² Per approfondimento: Cfr. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive in Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale*, 2/2019, p. 319.

⁴²³ Direttiva 2011/61/UE recepita, nell'ordinamento italiano, dal d.lgs. 44/2014. Per approfondimento: E. GUFFANTI, *La direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*, in *Le soc.*, 2011, pp. 1181 ss.

⁴²⁴ Per immobilizzazioni finanziarie si intendono titoli partecipazioni e crediti che l'azienda detiene a titolo di investimento durevole e non su breve periodo. Per approfondimento: A. CAVALLARO, *Immobilizzazioni finanziari in il Societario* in <https://ilsocietario.it/bussola/immobilizzazioni-finanziarie>

⁴²⁵ Per approfondimento F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, p. 9 ss. Si veda altresì CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca borsa e titoli di credito* Vol. 70 n.3, 2017, I, p. 29 ss.

⁴²⁶ Per approfondimento: Cfr. M. DAMILANO, *Op. cit.*, p. 35, F. PASCUZZI, *La valutazione di mercato dei non performing loan, Non Performing Loans*, Fondazione Nazionale dei commercialisti, p. 29.

scaduti o in *default*, spesso legati a imprese o individui in difficoltà economica. Inoltre, la gestione dei NPL richiede competenze specifiche e risorse dedicate, dal momento che occorre valutare la possibilità di recuperare i crediti attraverso la ristrutturazione del debito o la vendita dei beni ipotecati. Per questo motivo, gli investitori che operano nel mercato dei NPL devono necessariamente avere una grande esperienza nel settore.⁴²⁷

3.5 Cartolarizzazione dei crediti

La cartolarizzazione dei crediti è la tecnica⁴²⁸ più utilizzata per gestire l'ammontare dei crediti deteriorati con contestuale liberazione dei bilanci delle banche⁴²⁹.

La disciplina sulla cartolarizzazione dei crediti è stata introdotta nell'ordinamento italiano nel 1999⁴³⁰ tramite la Legge n. 130 del 1999. Inizialmente, l'intervento legislativo fu finalizzato al riconoscimento di una tecnica finanziaria ampiamente conosciuta e utilizzata nei paesi anglosassoni, nota come *securitisation*. Oltre alla volontà di uniformare la prassi finanziaria, l'obiettivo chiaro che si celava dietro l'introduzione della normativa era quello di accrescere le performance degli intermediari bancari e finanziari – soggetti a forme di vigilanza prudenziali basate sul meccanismo stabilito dall'Accordo di Basilea del 1988 – e, inoltre, di fornire un'opportunità per "ripulire" i bilanci delle banche dai cosiddetti *bad loans*, ovvero dai crediti in sofferenza stipulati con enti

⁴²⁷ Per approfondimento: F. PASCUZZI, *Op. cit.*, p. 29.

⁴²⁸ La cartolarizzazione viene correttamente definita come tecnica tramite la quale attuare una sorta di finanziamento alternativo e non come un istituto introdotto nel quadro legislativo. Questa viene definita anche come un'innovazione di processo, tesa ad avvicinare i tecnici del mondo economico ai giuristi tramite quelle operazioni che vengono denominate in modo più ampio di finanza strutturata. Per approfondimento: cfr. M. LA TORRE, *Securitisation e banche La titolarizzazione degli attivi bancari: tecniche operative, quadro normativo e riflessi gestionali*, Milano, 1995 p. 17 e ss.; cfr. M. DAMILANO, *Op. cit.*, p. 7 e ss.; cfr. G. FORESTIERI, P. MOTTURA, *Il sistema finanziario*, Milano, 2013, p. 145 e ss.

⁴²⁹ A. MALINCONICO, F. PARENTE, *Op. cit.* p. 64 e ss.

⁴³⁰ L'indolenza non è stata solo italiana, infatti la Francia ha adottato una disciplina realmente idonea a ricomprendere le ipotesi più significative solo molto di recente (legge 2 luglio 1998, attuata con *Règlement COB* n. 98/06); nel Regno Unito la *Financial Services Authority* ha solo recentemente dettato le disposizioni regolamentari sulla *securitization*; in Belgio l'ultima riforma che ha emendato la legge del 1990 sui mercati finanziari è del 1997; il Giappone si è dotato di una moderna disciplina sulla *securitization* solo nella seconda metà del 1998 (cfr. SATO, *Securitisation in Japan legal and regulatory update*, in *The ISR legal guide to securitisation*, 9/1998, pp. 44 ss.); persino negli Stati Uniti la modifica dell'art. 9 dell'*Uniform Commercial Code* (UCC), al fine di disciplinare proprio le operazioni in discorso, è addirittura del 1999; per una sintetica ma completa panoramica delle legislazioni dei vari Stati può vedersi DEACON, *Securitisation: principles, markets and terms*, London, 1998, pp. 65 ss. (aggiornato però al dicembre 1997) ed il volume *Securitization*, (a cura di) GLENNIE, The Hague-London-Boston, 1998, passim; cfr. anche MEGLIANI, *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, in *Dir. comm. int.*, 2000, p. 133 e ss.

economici in difficoltà. Tale scopo, sebbene non dichiarato, è stato certamente sotteso ai lavori legislativi, trovando riscontro tra gli operatori e i primi commentatori del settore.

La Legge del 1999 ha rappresentato il punto di arrivo del processo di ammodernamento del mercato finanziario, avviato con la promulgazione del decreto legislativo n. 415 del 1996⁴³¹ e successivamente proseguito con la promulgazione del decreto legislativo n. 58 del 1998, comunemente noto come Testo Unico della Finanza (T.U.F). È opportuno sottolineare, infatti, che senza l'introduzione di tali strumenti normativi, la disciplina italiana sulla *securitization* non avrebbe potuto generare l'impatto e l'importanza operatoria che le sono oggi riconosciuti. Essa può essere descritta come un procedimento attuato al fine di ottenere presso gli investitori pubblici somme di denaro per finanziare l'impresa che detiene *assets* patrimoniali specifici. Come compenso per l'investimento, gli investitori godranno del diritto esclusivo alla destinazione di tale patrimonio, finalizzato alla restituzione del capitale investito.

Le principali finalità di tale tecnica sono: (i) monetizzare i crediti⁴³², (ii) reperire liquidità (cartolarizzazioni senza *derecognition*)⁴³³ e (iii) migliorare i coefficienti di solvibilità (cartolarizzazioni con *derecognition*)⁴³⁴. L'operazione nella sua variante più

⁴³¹ Per approfondimento: https://www.gazzettaufficiale.it/atto/stampa/serie_generale/originario.

⁴³² La cartolarizzazione è una tecnica di mercato che consente alle imprese di monetizzare i crediti vantati nei confronti dei propri clienti, trasferendoli ad una società specializzata (la cosiddetta SPV) che li aggrega in un pacchetto e li vende sotto forma di titoli a investitori istituzionali o privati. In questo modo, l'impresa emittente ottiene immediatamente liquidità e decongestiona il proprio bilancio, trasferendo il rischio di credito sui sottoscrittori dei titoli cartolarizzati. Per approfondimento: cfr. M. DAMILANO, *Op. cit.*, p. 25 ss.

⁴³³ Nell'ambito della cartolarizzazione dei crediti, il concetto di "reperire liquidità (cartolarizzazioni senza *derecognition*)" si riferisce alla pratica di cedere i crediti a un'azienda specializzata (la cosiddetta "società di cartolarizzazione"), che emetterà titoli (le cosiddette "obbligazioni cartolarizzate") garantiti dai flussi di cassa derivanti dai crediti ceduti. In questa tipologia di cartolarizzazione, i crediti non vengono completamente trasferiti dalla banca all'azienda di cartolarizzazione, ma vengono mantenuti nell'attivo del bilancio della banca, che continua a gestirli e a raccogliere i relativi flussi di cassa. La società di cartolarizzazione, a sua volta, reperisce liquidità emettendo le obbligazioni cartolarizzate direttamente sul mercato. Questa strategia consente alla banca di avere una fonte aggiuntiva di liquidità, senza dover rinunciare completamente ai flussi di cassa derivanti dai crediti ceduti e senza dover riconoscere (ovvero contabilizzare) la perdita delle garanzie dei crediti stessi. Per approfondimento: Cfr. A. MARCIANO, A. BRUNO, *Cartolarizzazione di crediti: strumenti di finanza strutturata a sostegno del credito bancario*, 2006 p. 46 ss.

⁴³⁴ Nel contesto delle cartolarizzazioni con *derecognition*, il miglioramento dei coefficienti di solvibilità avviene attraverso la cessione di crediti ad un soggetto terzo (solitamente una società di cartolarizzazione) che ne assume la gestione e il rischio. La società originaria, invece, può eliminare i crediti dal proprio bilancio e quindi ridurre il proprio indebitamento. Per approfondimento: G. GIORDA, F. DIDONNA, *Cartolarizzazione dei crediti: principi e tecniche*, Torino, p. 78 ss.

diffusa⁴³⁵ può essere, idealmente, divisa in due principali attività: (a) cessione da parte dell'*Originator*⁴³⁶ di un portafoglio crediti al cessionario o a un soggetto terzo⁴³⁷, (b) conseguentemente tale ultimo soggetto emette, nei confronti del pubblico degli investitori, dei titoli diretti a finanziare l'acquisizione di tale portafoglio. Le cessioni di tale credito, però, non è l'atto finale dell'operazione ma è solo l'inizio di una complessa serie di rapporti giuridici diretti a creare un'operazione complessa⁴³⁸, c.d. di finanza strutturata.

⁴³⁵ La modalità più utilizzata nei paesi di *common law* è quella di cessione a un veicolo, SPV. Per approfondimento: V. COSTI, *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, cit., p. 5.

⁴³⁶ L'*Originator* è uno dei soggetti fondamentali di tale architettura. Esso si identifica nella banca cedente che cede gli asset, *performing* o *non performing*, al cessionario. L'attività iniziale che esso svolge si sostanzia nel confezionamento di pacchetti di crediti (*pool*) e la cessione all'SPV o a un fondo. I crediti che formeranno un determinato pacchetto vengono selezionati sulla base di criterio di omogeneità. Per consentire l'effettivo scorporo di tali crediti dal bilancio delle cedenti e per limitare il rischio di *default*, la cessione avviene *pro soluto*.

⁴³⁷ L'ipotesi in cui la società emittente è soggetto diverso dal cessionario è senz'altro la più frequente nella prassi internazionale ed è presa espressamente in considerazione anche dalla legge 130/1999 (v., in particolare, gli artt. 1 e 3). Nel prosieguo della trattazione, a fini di semplificazione espositiva, ci si riferirà di regola al caso in cui il cessionario del portafoglio crediti dell'*originator* sia anche l'emittente dei titoli destinati al pubblico degli investitori.

⁴³⁸ Per spiegare la complessità di tali operazioni, può essere idealmente suddivisa in più fasi. La prima fase è l'analisi preliminare dell'operazione, che si concentra sull'individuazione degli obiettivi da raggiungere. Tra questi obiettivi vi sono la gestione attiva del bilancio, la trasformazione di attività illiquide in fondi liquidi, l'aumento della redditività operativa, la riduzione del patrimonio ai fini regolamentari e il trasferimento di parte del rischio di credito agli investitori. Dopo la definizione degli obiettivi, si procede con un'analisi qualitativa degli *asset* da cartolarizzare per verificare la loro idoneità all'operazione. Successivamente, si crea un portafoglio di attivi che rispondono a determinati criteri di eleggibilità. È importante notare che la qualità degli *asset* ceduti non è essenziale nella creazione del portafoglio di cartolarizzazione, in quanto vengono utilizzate tecniche di *credit enhancement* per mitigare i rischi. Tuttavia, una qualità più bassa degli *asset* comporta maggiori costi di commissioni per la strutturazione della cartolarizzazione e tassi di interesse più alti per i sottoscrittori delle note emesse per finanziare l'operazione, a causa della maggiore rischiosità degli asset sottostanti. Una volta definito il *pool* di *asset* da cartolarizzare, viene avviata la fase di controllo legale per verificare l'accuratezza delle informazioni fornite dall'*Originator*. L'analisi preliminare include anche la definizione del target di investitori a cui si rivolgerà l'emissione di titoli ABS (*asset backed securities*) e la stima dei costi legati all'operazione di cartolarizzazione.

La seconda fase è la strutturazione dell'operazione, che riguarda la definizione dei rischi che saranno trasferiti agli investitori. È importante considerare che maggiore è il rischio trasferito, maggiore sarà il costo del finanziamento. Allo stesso tempo, l'utilizzo di tecniche di *credit enhancement* per ridurre i rischi dei sottoscrittori comporta costi aggiuntivi sotto forma di commissioni e interessi. La strutturazione dell'operazione implica anche la creazione di un veicolo separato che garantisca l'indipendenza dell'*Originator*, separando gli *asset* ceduti per la cartolarizzazione dal bilancio del cedente al fine di proteggere gli investitori da eventuali rischi controparte dell'*Originator*. Inoltre, vengono predisposte le tecniche di *credit enhancement* richieste dalle agenzie di rating che valutano l'emissione.

La terza fase comprende il *pre-marketing*, il lancio e la chiusura dell'operazione. La cartolarizzazione si conclude con il collocamento dei titoli ABS, il cui ricavato viene poi trasferito all'*Originator*. Il *pre-*

Per favorire la dismissione degli NPLs sono stati apportati aggiornamenti tramite il D.L. 24.4.2017, n. 50,⁴³⁹ convertito in L. 21.6.2017, n. 96 (variazioni alla disciplina sulle cartolarizzazioni). L'opzione di cessione dei crediti ha ora una serie di nuove opportunità per gestire e trasferire questi beni. Una strategia recente consiste nel convertire i crediti ceduti in blocco in titoli negoziabili sui mercati mobiliari, dando ai possessori dei titoli diritti sul montante di crediti coinvolti nell'operazione. In altre parole, la cessione in blocco può essere accompagnata o seguita dall'offerta, ai potenziali investitori, dei titoli di debito emessi da un'entità societaria appositamente creata, acquirente dei crediti ceduti. Questa finanza ottenuta è poi utilizzata per pagare il prezzo di cessione dei crediti.

A seguito dell'implementazioni effettuate, è utile analizzare le diverse modalità attraverso cui l'operazione si realizza. Nella differenziazione tra le due modalità si

marketing è una fase in cui l'operazione di cartolarizzazione viene descritta e pubblicizzata agli investitori per determinare il prezzo di collocamento in base alle manifestazioni di interesse ricevute. Per approfondimento:

⁴³⁹ Tale modificazione ha introdotto nel testo della legge sulla cartolarizzazione l'articolo 7.1 rubricato cartolarizzazione dei crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari. Il nuovo art. 7.1., comma 2 consente alle società veicolo di concedere “*finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto*”, prevedendo che la gestione degli stessi sia affidata ad una banca oppure ad un intermediario finanziario (comma 7). Tale disposizione non è stata introdotta completamente *ex novo* in quanto tale articolo ha replicato la disciplina prevista nel D.L. 91/2014. Oltre la modifica testuale è utile indagare anche la *ratio* celata dietro la modifica; tale disposizione costituisce un modo per dire che la società veicolo possa concedere nuova finanza concedendo così respiro al debitore ceduto. L'intento innovatore è ulteriormente sviluppato dal successivo comma 3, il quale prevede che nell'ambito di piani di risanamento o di ristrutturazione, concordati con il cedente, anche nell'ambito di procedure concorsuali, le società di cartolarizzazione “*possono acquisire o sottoscrivere azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente e concedere finanziamenti al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti e di favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto*”. Si apre anche a questa tipologia di operatori la possibilità, già conosciuta nell'ambito delle operazioni di *turnaround* aziendale (gestite, in particolare, da fondi di *private equity*), di effettuare *debt to equity swap*, ovvero tramutare l'originario montante di crediti acquisiti in strumenti di capitale, la cui gestione è affidata ad un apposito soggetto “*di adeguata competenza e dotato delle necessarie abilitazioni o autorizzazioni in conformità alle disposizioni di legge applicabili, cui sono conferiti, nell'interesse dei portatori dei titoli, compiti di gestione o amministrazione e potere di rappresentanza*” che, come si evince dal proseguito della disposizione, può anche non essere una banca o un intermediario finanziario. Quest'ultima previsione ben si spiega con la natura di mero centro di imputazione di interessi che il legislatore ha inteso attribuire alla società veicolo, schermandola da eventuali passività che potrebbero derivare dallo svolgimento di attività gestorie di partecipazioni. Per approfondimento: <https://www.dirittobancario.it/art/i-crediti-deteriorati-tecniche-di-gestione-negoziale-cessione-e-ristrutturazione/>.

riscontrano due variabili principali: (i) la natura del soggetto cessionario⁴⁴⁰ e (ii) la tipologia dei titoli emessi⁴⁴¹.

Sotto il primo profilo, viene in considerazione la distinzione fra operazioni di *securitization* attuate mediante il ricorso ad una società veicolo (c.d. SPV: *special purpose vehicle*) e operazioni di *securitization* adottate mediante cessione a fondi comuni di investimento.

Nella prima ipotesi, l'*originator* cede crediti ad una società, speciale, appositamente costituita, la SPV. Questa, per finanziare l'acquisto dei crediti attua una raccolta di fondi presso il pubblico emettendo, nel mercato, titoli. La circostanza che la SPV non sia titolare di alcuna attività di impresa e sia quindi *bankruptcy remote*,⁴⁴² consente alla pluralità degli investitori di essere garantiti circa la destinazione delle somme incassate dai debitori ceduti, dal momento che i crediti, pur entrando nel patrimonio della cessionaria, non potranno essere rivolti alla soddisfazione di altri creditori né coinvolti in alcuna procedura fallimentare. La SPV, sotto questo profilo, viene costituita al solo scopo di attuare la segregazione del portafoglio crediti destinato alla soddisfazione dei diritti dei sottoscrittori dei titoli⁴⁴³.

⁴⁴⁰ Il cessionario può essere una SPV ovvero un fondo comune di investimento.

⁴⁴¹ Per approfondimento: Servizio studi del Senato, *Gli strumenti finanziari derivati e le cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, n. 63, 2008, p. 31 in https://www.senato.it/documenti/repository/dossier/studi/2008/Dossier_063.pdf.

⁴⁴² L'SPV è connotata da una struttura particolare: essa è costituita sotto forma di società di capitali, in particolare secondo il modello di S.r.l.; essa è caratterizzata per avere oggetto sociale esclusivo, nel senso che gli è preclusa la possibilità di svolgere attività non riconducibili alla cartolarizzazione. La *ratio* di ciò risiede proprio nella necessità di limitare il rischio di insolvenza, in tal senso si dice che è un ente *bankruptcy remote*. Per approfondimento: S. L. SCHWARCZ, *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in *The Journal of Corporation Law*, 2013, vol. 39., p. 135; P. COMUZZI, R. TASCA, S. ZAMBELLI, *The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends in Structured finance: Techniques, Products and Market*, 2005 p. 11.

⁴⁴³ Dal tema della separazione patrimoniale, deriva l'esigibilità limitata dei diritti derivanti dagli a.b.s che comporta il fatto che l'SPV risponderà nei confronti dei prenditori dei titoli nei soli limiti del flusso finanziario che si genererà dai sottostanti. Infatti, l'SPV viene connotata come soggetto *limited recourse*. Ciò comporta che le pretese dei portatori dei titoli sono limitate ai soli *asset* cartolarizzati. Tale impostazione è stata oggetto di critiche in dottrina, in quanto, parte minoritaria di essa, evidenziava la possibilità che i portatori dei titoli possano soddisfarsi anche sul patrimonio residuo del veicolo. Per approfondimento: Cfr. M. DAMILANO, *op cit*, p. 60 ss; cfr. L. CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002; p. 1529 ss. Per la dottrina minoritaria, cfr. G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002.

Diverso il modello, proprio di alcuni ordinamenti di *civil law*, basato sulla cessione del portafoglio crediti a fondi comuni di investimento. In tal caso gli attivi ceduti fuoriescono dal patrimonio dell'*originator* per venire trasferiti ad un fondo comune, che risulterà costituito unicamente da tali crediti e dalle somme via via incassate dai debitori ceduti, alle date di rispettiva scadenza. In questa ipotesi, i titoli sottoscritti dagli investitori saranno rappresentati da quote di partecipazione al fondo che verrà amministrato, secondo le regole proprie dell'ordinamento di appartenenza, da una società di gestione⁴⁴⁴.

Nelle *securitization* attuate facendo ricorso al modello della SPV, si è soliti effettuare distinzioni in base alla tipologia dei titoli emessi dalla società veicolo. La distinzione tiene conto sia dei diritti che, mediante l'emissione, vengono attribuiti ai sottoscrittori dei titoli, sia delle scadenze di pagamento previste per l'adempimento dell'obbligazione di restituzione assunta verso gli investitori. In tal modo diviene possibile distinguere fra (i) operazioni di *securitization* basate sull'emissione di titoli *pass through*⁴⁴⁵, (ii) cartolarizzazioni realizzate attraverso l'emissione di *asset backed securities* (c.d.ABS) e (iii) operazioni attuate mediante l'emissione di titoli *pay through*⁴⁴⁶. Nel caso in cui la cartolarizzazione abbia ad oggetto una grande smobilizzo di crediti, non di rado l'SPV fa ricorso alla leva finanziaria, utilizzando finanziamenti ponte erogati dall'*originator*.

Attualmente, facendo riferimento al modello introdotto dalla Legge n. 130 del 1999 e utilizzato in Italia, il processo di cartolarizzazione si avvia mediante l'individuazione del portafoglio creditizio dell'intermediario, denominato "originator", da

⁴⁴⁴ Per approfondimento: cfr. G. GUERRIERI *Op. cit.*, 2002, p. 15 ss.

⁴⁴⁵ L'emissione di tale tipologia di titoli è ricondotta a operazione in cui è coinvolto il *trust*. Tecnicamente, l'SPV a cui vengono ceduti i crediti assume la qualità di *trustee* diventando depositario e gestore dei crediti. A differenza delle altre tipologie di titoli, in questo caso gli investitori diventeranno proprietari. Originator e SPV non manterranno la proprietà dei certificati *past thought* e tali titoli non verranno registrati nel loro bilancio.

⁴⁴⁶ Il modello del *pay through* si caratterizza per il fatto che gli atti ceduti restano completamente nella disponibilità della SPV. Con tale modello si può segregare il portafoglio anche per il tramite di un *trust*. In Italia non è un modello estremamente utilizzato per il fatto del coinvolgimento del *trust*. Tecnicamente, il cessionario trustee emittente non si impegna a trasferire la proprietà degli attivi ai investitori, a questi ultimo sarà riconosciuto solo un diritto equitativo. Gli investitori sottoscrivendo i titoli diventano beneficiari del *trust* istituito ma la proprietà dei titoli resta in capo all'SPV che gli ha emessi. Per approfondimento cfr. DI CIOMMO, *op cit.*, p. 59; cfr. GRANIERI, RENDA, *Innovation law and policy in the European Union. Towards Horizon 2020*, p. 11; cfr. LA TORRE, *Op cit.*, pp. 49 ss.

isolare dal restante patrimonio, in vista della cessione *pro soluto*⁴⁴⁷ ad una società veicolo. È essenziale, ai fini della cessione, che il soggetto acquirente sia una società conforme a quanto disposto dall'art. 3 della Legge 130/99, vale a dire una società il cui ambito di attività sia ad esclusivo fine di attuare una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Successivamente la società cessionaria procede all'emissione di titoli, denominati "*Asset Backed Securites*" ("ABS"), al fine di ottenere le risorse finanziarie per l'acquisto dei crediti trasferiti, i quali vengono negoziati sul mercato per la loro vendita a investitori qualificati. Infine, viene incaricato un soggetto specializzato, il cosiddetto *servicer*, dell'attività di riscossione dei crediti e gestione dei flussi di cassa. Il meccanismo in questione determina, oltre alla funzione di finanziamento per l'intermediario finanziario, la destinazione dei flussi finanziari, derivanti dal portafoglio di crediti ceduto, in favore dei portatori dei titoli emessi dalla SPV. Per consentire una corretta realizzazione dell'operazione, l'art. 3, co. 3, L. 130/1999, stabilisce che "*i crediti relativi a ciascuna operazione [...], i relativi incassi e le attività finanziarie acquisite con i medesimi costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni*". In virtù di tale principio, quindi, non sono ammesse azioni da parte di coloro che non sono i portatori dei titoli.

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

Come sottolineato nei paragrafi precedenti, la strategia della cartolarizzazione è ampiamente utilizzata da intermediari bancari o finanziari, proprio grazie alle sue caratteristiche. L'utilizzo di tale operazione va oltre le semplici esigenze di finanziamento. Essa consente di eliminare dal bilancio crediti o attività rischiose o già

⁴⁴⁷ La cessione di regola potrebbe essere anche *pro solvendo*, ma non ha grandi applicazioni pratiche.

deteriorate, aumentando così il proprio coefficiente di solvibilità e riducendo l'ammontare del patrimonio di vigilanza assorbito a fini prudenziali. A questo fine, la Commissione Europea, che vede le cartolarizzazioni come strumenti per il rilancio del credito bancario, ha proposto la creazione di un regime normativo armonizzato a livello europeo che faciliti il ricorso a questo tipo di operazioni. In questa direzione va il Regolamento (UE) 2017/2402, il quale disciplina le cosiddette cartolarizzazioni "semplici, trasparenti e standardizzate" (Cartolarizzazioni STS) e prevede obblighi in capo agli operatori al fine di evitare un utilizzo dello strumento illecito o dannoso per il mercato.

Specificata per i crediti deteriorati è la disposizione introdotta dalla l. 96/2017 nella L. 130/1999. In particolare, l'art. 7.1 trova applicazione limitatamente alle operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati da parte di banche e intermediari finanziari, qualificati come tali dalle autorità competenti. Sotto questo punto di vista, potrebbero verificarsi dei problemi interpretativi per quel che riguarda l'applicabilità della disciplina: come evidenziato nel capitolo precedente, infatti, le nozioni di NPLs presenti nell'ordinamento europeo e in quello dei singoli Stati spesso non coincidono presentando diverse finalità applicative. La BCE, *in primis*, dà conto dell'esistenza di una pluralità di nozioni e sulle "*Linee Guida sui crediti deteriorati*"⁴⁴⁸ predilige quella presente nel Regolamento 680/2014.

Tuttavia, dal punto di vista applicativo, la normativa sulle segnalazioni di vigilanza consente una certa discrezionalità agli intermediari nel qualificare il proprio portafoglio di crediti. Lo stesso art. 7.1, al comma 2, consente alle società di cartolarizzazione, che hanno acquistato crediti deteriorati, di "*concedere finanziamenti finalizzati a migliorare le prospettive di recupero di tali crediti e a favorire il ritorno in bonis del debitore ceduto [...]*", prevedendo, però, che gli stessi vengano gestiti da una banca o da un intermediario finanziario iscritto all'albo di cui all'art. 106 T.U.B. (co. 7). La disposizione in commento consente, quindi, alla *Special Purpose Vehicle* di concedere finanziamenti ai debitori ceduti, al fine di favorire il ritorno in *bonis* dell'esposizione. Tale intento innovatore prosegue al terzo comma, il quale permette la concessione di

⁴⁴⁸Per approfondimento: Banca Centrale Europea, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati*, in www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf.

finanziamenti e l'acquisto di “azioni, quote e altri titoli e strumenti partecipativi derivanti dalla conversione di parte dei crediti del cedente”, in particolare nell'ambito di piani di risanamento, di ristrutturazione ovvero nell'ambito di procedure concorsuali.

Dal punto di vista della cessione nel mercato degli *Asset Backed Securites*, è necessario sottolineare che tali titoli vengono emessi in più classi, ognuna con un diverso grado di rischio e subordinazione dei pagamenti. I titoli possono essere suddivisi in:

(i) titoli *senior*, che sono i titoli che sopportano il rischio inferiore⁴⁴⁹;

(ii) titoli *mezzanine*, sono la classe intermedia di titoli⁴⁵⁰. Essendo subordinata, in *waterfall*, rispetto alle poste più *senior*, subiranno un rischio maggiore;

(iii) titoli *junior*⁴⁵¹, è l'ultima classe di titoli⁴⁵².

A grandi linee, i portafogli di NPLs possono essere distinti in: *secured NPLs*, i quali beneficiano di alcune forme di garanzia sugli *assets* e sono composti per la maggior parte di mutui ipotecari, e in *unsecured NPLs*, vale a dire soprattutto finanziamenti alle imprese o prestiti alle persone fisiche che non vantano alcun tipo di garanzia. Infine, le somme e i ricavi realizzati in relazione al portafoglio verranno distribuiti secondo l'ordine di priorità⁴⁵³, cd. *Order of Priority*, stabilito in base al grado di rischio, agli investitori portatori del titolo di credito.

⁴⁴⁹ Nella cascata di pagamenti sono i titoli che verranno rimborsati per primi, subito dopo alle spese, e compensi degli agenti.

⁴⁵⁰ Verrà rimborsata subordinatamente ai titoli seniore sopporterà un rischio maggiore di questi ultimi.

⁴⁵¹ Verrà rimborsata subordinatamente a tutte le altre classi e sopporterà il rischio maggiore nell'operazione.

⁴⁵² Tutti gli investitori che avranno acquistato tali titoli avranno diverso grado di rischio rispetto alla classe di appartenenza delle notes. I loro interessi saranno rappresentati da un comitato c.d. comitato dei *noteholder* preseduto da un soggetto denominato *representative of the noteholders*. Quest'ultimo nella complessa architettura dell'operazione avrà un ruolo di mero passa carte in quanto comunicherà ogni avvenimento ai membri del comitato e dovrà attendere loro determinazioni prima di adottare decisioni. Nelle operazioni di cartolarizzazioni le decisioni del comitato dei *noteholders*, le delibere e le modifiche vengono effettuate tramite *Written Resolution* ossia una risoluzione scritta fatta dal rappresentante dei titoli.

⁴⁵³ Il rimborso dei titoli viene effettuato seguendo l'ordine di priorità. Tale “ordine” viene riportato in quella che viene chiamata cascata dei pagamenti (cd. *Waterfall*). Tale cascata verrà inserita all'interno del prospetto dell'operazione e dei vari contratti che verranno stipulati. I pagamenti verranno effettuati in date specifiche cd. *payment date* che verranno concordate tra originator e SPV. Gli *item* più alti della cascata saranno il pagamento delle *fees* degli agenti della cartolarizzazione, subito sotto di loro i titoli *senior* e a

3.6 Peculiarità della gestione collettiva dei crediti tramite i fondi di ristrutturazione

Nel paragrafo precedente, si è focalizzata l'attenzione sulle modalità di gestione delle esposizioni *non-performing*, che riflettono un'idea di gestione binaria propria delle istituzioni creditizie e che possono optare per la gestione interna delle attività recuperabili o per la cessione delle stesse sul mercato.

Recentemente, hanno suscitato dei dubbi i risultati di tale approccio portando all'individuazione di un modello di gestione intermedio capace di risolvere in maniera più efficace le difficoltà legate alle esposizioni creditizie delle banche⁴⁵⁴. Secondo gli esperti Carriere⁴⁵⁵, Lemma⁴⁵⁶ e Resti⁴⁵⁷, esiste un'alternativa che può essere rintracciata all'interno delle diverse tipologie di fondi d'investimento alternativi (FIA), i quali hanno come scopo principale la ristrutturazione di aziende in difficoltà. I fondi in questione, che vengono identificati con nomi differenti quali *Turnaround funds*, *Restructuring funds* e *Vulture funds*, tra gli altri, forniscono finanziamenti alle controparti aziendali in situazione di insolvenza. Come descritto nel dettaglio nel capitolo 2, tali fondi si adoperano per completare tutte le operazioni necessarie al rimborso dei debiti contratti e, ove possibile, per effettuare una ristrutturazione manageriale della società in difficoltà. Il processo descritto prende il nome di *Debtor-in-Possession financing*⁴⁵⁸ (DIP) e, a seconda

seguire *mezzanine* e *junior*. Sovente, nelle operazioni di cartolarizzazione può essere prevista più di una cascata una che viene attivata di *default*, mentre la seconda verrà attivata nel caso in cui la cartolarizzazione sta andando particolarmente male e non si riescono a rimborsare i titoli. Tale seconda cascata avrà meno poste da rimborsare rispetto alla prima.

⁴⁵⁴ Per approfondimento: V. LEMMA, *op. cit.*, 2019.

⁴⁵⁵ P. CARRIÈRE, *Restructuring Funds; an alternative tool for a systemic approach to active management of Unlikely to Pay (UTP)*, 2020, *Centre Research paper* N°2020132.

⁴⁵⁶ Per approfondimento: V. LEMMA, *Op. cit.*, 2019.

⁴⁵⁷ A. RESTI, *Non-Performing Loans in the European Union. State of Art and Possible Policy Pools*. Banca Impresa Società, 2019.

⁴⁵⁸ Tale processo è applicabile sotto il vigore del *bankruptcy code*, infatti, si tratta di un tipo speciale di finanziamento destinato alle società in crisi. Solo le società che hanno presentato istanza di protezione dal fallimento ai sensi del *Chapter 11* possono accedere al finanziamento DIP, che di solito avviene all'inizio della procedura. Il finanziamento DIP viene utilizzato per facilitare la riorganizzazione di un debitore in possesso (lo status di un'azienda che ha presentato istanza di fallimento), consentendogli di raccogliere capitali per finanziare le sue operazioni mentre il suo caso di fallimento fa il suo corso. Il finanziamento DIP è unico rispetto ad altri metodi di finanziamento in quanto di solito ha la priorità sul debito esistente, sul capitale e su altri crediti. Per approfondimento: J. CHUNG, G.L. KAPLAN, *An Overview of Debtor in*

delle intenzioni del fondo finanziatore, può interessare una platea di investitori diversificata da *vulture funds* a fondi di *equity*.

I suddetti fondi costituirebbero una strategia ibrida che implica l'interconnessione con i creditori attraverso rapporti di partecipazione societaria⁴⁵⁹. In tal modo, la costituzione del fondo rappresenterebbe una combinazione tra la gestione interna ed esterna, in quanto, mediante l'approccio interno alla gestione, il rapporto di credito verrebbe ereditato nella sua sostanza originale, a prescindere dalla formalizzazione di una cessione dalla banca al fondo. Al contrario, il fondo sarebbe partecipato, costituendo un apparato manageriale particolarmente specializzato e indipendente rispetto agli *originators*. Ciò implica una forte inclinazione verso la costituzione di fondi mirati alla ristrutturazione della situazione aziendale dei debitori, piuttosto che al mero ricavo dalle transazioni sulle passività. I crediti deteriorati sarebbero trattati in conformità alle regole contabili tipiche delle gestioni esterne, mediante cessioni o trasferimenti formali a terze parti. L'assegnazione della gestione a soggetti esperti nella trattazione di crediti all'interno di mercati in difficoltà consente alle banche il recupero di percentuali più elevate, evitando investimenti per l'acquisizione di informazioni e di personale specializzato.⁴⁶⁰

Per assicurare un ottimale impiego dei capitali destinati alla ristrutturazione di imprese insolventi, risulta imprescindibile delineare con precisione le differenti strutture attraverso cui l'intero processo di riorganizzazione può essere condotto. In un *dossier* dettagliato sul mercato degli UtP, presentato lo scorso anno da PwC⁴⁶¹, sono state individuate quattro opzioni per la gestione "cooperativa" di questi crediti. Tra queste spiccano due possibilità che prevedono la creazione di un fondo finalizzato al controllo dei flussi di finanziamento delle aziende in difficoltà: il cosiddetto fondo di ristrutturazione e il fondo Dip per finanziamenti.

Possession Financing, 2020 in
<https://www.friedfrank.com/uploads/siteFiles/Publications/An%20Overview%20of%20Debtor%20Possession%20Financing.pdf>.

⁴⁵⁹ Il fondo nell'intento di collaborare al ritorno *in bonis* della società *target* entra nell'organigramma societario con figure esperte nei processi di ristrutturazione ovvero concede nuova finanza all'impresa.

⁴⁶⁰ Per approfondimento: E. ALTMAN, M. BENHENNI, *The anatomy of distressed debt markets*; The Annual review of Financial Economics 2019.

⁴⁶¹ PricewaterhouseCoopers, *The Italian Unlikely to Pay market: the next big wave*, 2019.

Le due tipologie suddette manifestano un'intersezione strategica ma non coincidente. Relativamente al *Restructuring Fund*, il fondo è gestito in modo indipendente da una società di gestione del risparmio (SGR), si avvale di risorse umane specializzate per il recupero e la ristrutturazione dei crediti assegnati al fondo. In particolare, il fondo è strutturato come "fondo di fondo" e prevede la presenza di due sottofondi: il *Credit Sub-Fund*, che raccoglie i crediti deteriorati dagli istituti bancari, e il *New Finance Sub-Fund* che riceve gli investimenti degli intermediari interessati⁴⁶². Quest'ultimo svolge una funzione strategica fondamentale poiché, grazie alla ristrutturazione dei debiti esistenti, finanzia le imprese debentrici, sostituendo una vecchia forma di rapporti creditizi con nuovi strumenti. La priorità assoluta di questo fondo è il massimo recupero possibile dei crediti, a discapito delle attività aziendali dei debitori.

Si differenzia dal *DIP Fund*⁴⁶³, che invece si avvicina ai fondi di *Private Equity* e coinvolge gli istituti bancari, nella gestione e nel finanziamento del fondo affidati ad investitori, in gran parte fondi di *Private Equity*. Contrariamente ai fondi di Ristrutturazione che forniscono liquidità alle aziende debitrice attraverso nuovo debito, il *DIP Fund* acquisisce la proprietà o la maggioranza delle quote/azioni dell'organizzazione in crisi per rimetterla in salute finanziaria in un tempo breve. Tuttavia, il processo di gestione di una società in crisi, determinata spesso da problemi esterni all'azienda, è molto complesso e richiede un considerevole impegno.

Prima di procedere all'*outsourcing* dei servizi di gestione degli NPL, una banca deve effettuare una valutazione approfondita dell'affidabilità del *servicer* selezionato. Tale valutazione comporta la valutazione dettagliata della singola situazione che ha causato il mancato pagamento da parte del debitore, attraverso attività di monitoraggio, *due diligence* e selezione accurata dei crediti.

È importante notare che la selezione dei crediti, spesso denominati *Cherry picking*, è solitamente svolta da gestori interni dell'istituto bancario coinvolto in operazioni di ristrutturazione nei casi di *forbearance*, nonostante l'esternalizzazione dei

⁴⁶² Per approfondimento sulla struttura e operatività di tali fondi si rimanda al capitolo 2.

⁴⁶³ Per approfondimento: L. KAI , W.WEI, *Debtor-in-possession financing, loan-to-loan, and loan-to-own*, Journal of Corporate Finance, Vol. 39, 2016, p. 121-138 in <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119916300700>

servizi di gestione degli NPL. Da ciò si intuiscono le tre condizioni necessarie alla riuscita di questa tipologia di operazioni: (i) specializzazione del *management* del fondo, (ii) partecipazione attiva della banca nell'operazione e (iii) precisa metodologia di valutazione per determinare il *pricing* degli UTP.

Per il soddisfacimento dell'ipotesi *sub i)* è necessario che il *management* del gestore del fondo sia altamente specializzato, dedicandosi esclusivamente all'implementazione di rapporti relazionali con i debitori e all'approfondimento delle situazioni dell'azienda debitrice che possono pregiudicare l'effettiva riuscita della ristrutturazione.

Per l'ipotesi *sub ii)* si necessita che la banca debba presentare tutto l'appoggio necessario e partecipare attivamente all'operazione nonostante vi sia la possibilità per questa di effettuare la *derecognition* contabile del prestito emesso⁴⁶⁴. In accezione di natura contabile, l'affermazione implica l'imperatività di non adottare un approccio "*gone concern*", che conseguirebbe nel fatto che l'istituto bancario valuti il debito ceduto come se fosse stato definitivamente rimosso dal proprio bilancio, ovvero come se fosse recuperabile solamente tramite il percorso giudiziario di liquidazione del debitore. In tale circostanza, diviene essenziale corrispondere all'ottica contraria, nota come "*going concern*", la quale presuppone che la controparte non sia esposta a contestazioni giudiziarie di alcun tipo in un imminente futuro.⁴⁶⁵

Nell'ipotesi *sub iii)* si specifica che bisogna procedere con una puntuale metodologia di valutazione per giungere ad un corretto *pricing* degli UtP oggetto dei trasferimenti.

Il fondo, nelle sue varie tipologie di struttura, dovrebbe in molti casi rinnovare, attraverso un accordo di ristrutturazione, un credito preesistente tra debitore e banca. Tale attività in teoria si presumerebbe essere esclusivamente concessa agli istituti bancari; in realtà alcuni Stati Membri dell'Unione hanno da poco allargato la possibilità di concedere prestiti, determinando, in modo puntuale i contesti eccezionali nei quali l'attività è lecita.

⁴⁶⁴ Per approfondimento V. LEMMA, *Op. cit.*, 2019.

⁴⁶⁵ Per approfondimento: European Central Bank, *Guidance to banks on non-performing loans*, 2017.

Tra i suddetti Stati figura anche l'Italia, che ha attuato tale opzione per il tramite del "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio", emanato dalla Banca d'Italia nel 2015⁴⁶⁶. Tra le particolarità del regolamento vi sono: (i) struttura chiusa del fondo; (ii) limiti al *leverage*; (iii) limiti all'uso di strumenti derivati solamente per operazioni di copertura; (iv) esposizione massima verso il singolo investitore pari al 10%.

Mentre le prime tre caratteristiche non costituiscono alcun ostacolo ipotetico alla creazione dei fondi di ristrutturazione, l'ultima potrebbe apparentemente costituire un ostacolo⁴⁶⁷. In ogni caso l'ESMA⁴⁶⁸ nel 2016 ha specificato in cosa consiste l'attività di credito⁴⁶⁹ e cosa non rientri sotto l'ombrello di tale definizione; per *loan origination* l'organo intende la fornitura di credito dappprincipio, quindi non successiva ad accordi precedentemente esistenti, né tantomeno ad accordi di ristrutturazione dei debiti (*loan restructuring*). L'ESMA inoltre ha dichiarato di considerare l'attività di *loan origination* intrinsecamente più rischiosa delle altre due.

In conclusione, benché l'ambito regolamentare attuale non goda di una flessibilità ideale nel favorire con prontezza lo sviluppo dei fondi di *Turnaround*, è comunque possibile, procedere alla loro costituzione.

Guardando alla struttura generale del fondo, è naturale considerarla assimilabile all'attività tipica delle società di gestione del risparmio (SGR), in quanto presuppone la gestione attiva di alcuni *asset* ceduti dall'esterno in cambio di quote/azioni di partecipazione, con l'obiettivo finale di aumentare il valore delle quote⁴⁷⁰. Il *management* si presuppone essere specializzato sulla determinata tipologia di operazioni (gestione NPLs, ristrutturazioni aziendali) e opera con indipendenza rispetto agli interessi degli investitori (gli istituti bancari).

⁴⁶⁶ Per approfondimento Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (2015). Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, disponibile *online* sul *sitoweb* della Banca di Italia.

⁴⁶⁷ Per approfondimento: P. CARRIERE, *Op.cit.*, *Centre Research Paper*, No. 132/2020.

⁴⁶⁸ L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) è un'autorità indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati. Per approfondimento: Unione Europea, *Cosa fa l'ESMA?* In https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies-profiles/esma_it

⁴⁶⁹ Per approfondimento: *European Securities and Market Authority (ESMA)*, 2016, *Key principles for a European framework on loan origination by funds*; disponibile *online* sul *sitoweb* dell'ESMA.

⁴⁷⁰ Per approfondimento: P. CARRIERE, *Op.cit.*, *Centre Research Paper*, No. 132/2020

La banca partecipante, infine, opta per far gestire da un soggetto esterno il proprio patrimonio (lo *stock* di crediti deteriorati) in quanto i costi d'intermediazione sono complessivamente minori a quelli di acquisizione delle informazioni necessarie all'investimento.

Gli aspetti che differenziano i fondi oggetto di analisi dalle attività tradizionali delle Società di Gestione del Risparmio risultano evidenti. I fondi in esame presuppongono, infatti, un coinvolgimento attivo delle banche in quanto queste ultime devono scambiare informazioni utili al raggiungimento degli obiettivi prefissati. In tal senso, le banche costituiscono degli investitori *insider* all'interno dei fondi, che vengono gestiti esternamente. La struttura chiusa in questione, contemplante una partecipazione esclusivamente da parte di istituti bancari e investitori, rappresenta un modello decisamente anomalo.

Da un'analisi più approfondita, emerge come gli istituti bancari costituiscano specifiche entità giuridiche allocate alla gestione del risparmio del pubblico *retail*, senza amalgamarsi all'interno delle stesse suddivisioni del patrimonio, pur con una prospettiva futura incerta⁴⁷¹. Poiché il tasso di rendimento dei fondi in oggetto si correla strettamente alle condizioni del debitore, presentando un elevato grado di aleatorietà, l'attenzione degli investitori si sposta essenzialmente su parametri valutativi di tipo squisitamente qualitativo, incentrati sulla valutazione del debitore e delle prospettive future del suo *business*, elementi tipici sui quali si fondano invece fondi di *Venture Capital* e *Private Equity*.⁴⁷²

⁴⁷¹ Per approfondimento: cfr G. A. POLICARO *I fondi di credito: un'opportunità per le piccole-medie imprese, un rischio (regolamentato) per gli investitori/proprietari collettivi*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2018.

⁴⁷² Negli ultimi tempi, però, sono state avanzate delle proposte che potrebbero portare ad un avvicinamento sostanziale alla nascita di strutture simili ai fondi di *Turnaround* senza dover passare per una formalizzazione legislativa vera e propria degli stessi: ad esempio si nota come sarebbe idoneo, al fine di indurre l'attività verso la prassi, operare dall'alto in modo del tutto simile a quanto fatto con le cartolarizzazioni. Nel paragrafo precedente abbiamo visto come il MEF abbia optato, nel 2015/16, per la creazione di una garanzia governativa sui titoli *senior* cartolarizzati. Si potrebbe tranquillamente ipotizzare lo stesso passaggio in questa contingenza tramite l'istituzione di SGR garantite dal MEF stesso, magari rendendole soggette a determinati profili di rischio e/o fino ad una certa soglia di copertura. Per approfondimento: A. RESTI, *Op.cit.*, 2019.

3.7 Aspetti comparati e di diritto europeo

L'industria dei fondi comuni di investimento e dei fondi di ristrutturazione è diventata un settore sempre più importante nell'ambito dell'economia globale. Come esplicitato nel precedente capitolo, questi strumenti finanziari sono utilizzati come veicoli per la raccolta di capitali da investitori istituzionali e privati, con l'obiettivo di investire in attività imprenditoriali e finanziarie in vari mercati e settori.

Il quadro normativo dei fondi comuni di investimento e dei fondi di ristrutturazione è complesso e variegato a livello internazionale e l'Europa non fa eccezione. In questo contesto, il diritto comparato e il diritto europeo sono di fondamentale importanza per comprendere le sfide e le opportunità che si presentano nel settore dei fondi comuni di investimento e dei fondi di ristrutturazione.

In particolare, il diritto comparato consente di analizzare e confrontare le normative nazionali relative ai fondi comuni di investimento e di ristrutturazione, al fine di individuare analogie e differenze tra i vari sistemi giuridici e di valutare le loro implicazioni per gli operatori del settore. D'altra parte, il diritto europeo offre una cornice normativa comune per i fondi comuni di investimento e di ristrutturazione operanti nell'UE e il loro regime regolamentare è oggetto di costante evoluzione. Il Testo Unico della Finanza trova le sue fonti a livello europeo nella Direttiva 85/611/CEE⁴⁷³, nota come Direttiva UCITS, e nella Direttiva 2011/61/UE. Quest'ultima riguarda i fondi alternativi, noti come Direttiva AIFM o AIFMD⁴⁷⁴, che sono fondi gestiti da entità diverse da quelle che gestiscono organismi di investimento soggetti alla Direttiva del 1985 e alle sue modifiche successive (come indicato dall'art. 4, comma 1, lett. a, AIFMD). A queste normative si aggiunge la Direttiva 2004/39/CE, conosciuta come MIFID⁴⁷⁵ (*Markets In Financial Instruments Directive*), che ha un ambito di applicazione ancora più ampio. Soprattutto con l'entrata in vigore delle AIFMD, la normativa degli OICR si focalizza più

⁴⁷³Per approfondimento: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A31985L0611>

⁴⁷⁴Per approfondimento: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex:32011L0061;http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0055_F001.pdf&leg=XVII

⁴⁷⁵ Per approfondimento: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32004L0039>

sui gestori che sul prodotto “vero” della gestione⁴⁷⁶ mentre la UCITS si focalizza su entrambi gli aspetti. Per quanto riguarda la differenza nell’ambito di applicazione di tale disposizione si nota che l’ambito di applicazione⁴⁷⁷ della AIFMD è definito per differenza rispetto a quello della UCITS. Oltre tale differenziazione applicativa si evidenzia che le due discipline presentano molte somiglianze sotto vari profili, *inter alia*, gestione del rischio, i profili organizzativi, regole di condotta. In merito si ricorda però la principale differenza sottesa a tali direttive, ossia il fatto che, la UCITS è maggiormente funzionale alla tutela dell’investitore e la AIFMD è prevalentemente orientata alla stabilità dei mercati⁴⁷⁸

Normativa guida in tale indagine è l’articolo 1 comma 3 della UCITS⁴⁷⁹ che sancisce la non imputabilità del fondo ad alcun tipo di soggetto, affermando infatti che la forma potrà essere sia contrattuale (fondo comune di investimento, gestito da una società di gestione) ovvero di *trust* ovvero assumendo forma statutaria. Infatti, quello che sarà analizzato nel proseguo è la scelta, attuata dai vari paesi, in merito a quale forma scegliere e se riconoscere o meno personalità giuridica. È interessante notare come i singoli Stati membri abbiano recepito le direttive menzionate, interpretando il fondo comune d’investimento in modi diversi, come un *trust*, una società o una comunione tra investitori. Nonostante questa eterogeneità, la Commissione Europea non ha mai ritenuto che ci fosse una violazione degli obblighi di recepimento da parte degli Stati membri, né ha intrapreso azioni legali contro di loro presso la Corte di Giustizia dell’Unione Europea. Questo è un forte indizio della compatibilità di tali approcci rispetto agli obiettivi delle direttive menzionate e, quindi, della necessità di adottare un approccio funzionale.

In questo contesto, è essenziale comprendere il ruolo dei regolatori e degli organismi di vigilanza nell’elaborazione delle norme che disciplinano l’industria dei fondi comuni di investimento e dei fondi di ristrutturazione. L’obiettivo principale è quello di garantire che i fondi siano strumenti affidabili per gli investitori e che le attività

⁴⁷⁶“The AIFMD does not, apart from indirectly, regulate CISs: it addresses the manager and the depositary [...]” Per approfondimento: *N.Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, Oxford, 2014, p. 197*

⁴⁷⁷ Si applica a. (i)*property fund*, (ii)*commodity fund*, (iii)*infrastructure fund*, (iv)*equity fund*, (v)*hedge fund*. Per approfondimento: *N. MOLONEY, op. cit.*, 283.

⁴⁷⁸ Per approfondimento: *N. MOLONEY, op. cit.*, 283

⁴⁷⁹ Per approfondimento: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A31985L0611>

finanziarie e imprenditoriali sostenute dai fondi siano sostenibili e compatibili con le normative ambientali, sociali e di *governance*.

Per economia di scrittura verranno analizzati solo determinati paesi⁴⁸⁰, tra cui, Germania, Francia, per ciò che riguarda l'ordinamento europeo e Stati Uniti⁴⁸¹ e Regno Unito per i profili di diritto comparato

3.7.1 Germania

In base all'ordinamento tedesco, il fondo comune di investimento (*Investmentvermögen*) è definito come "*qualsiasi schema di investimento collettivo che raccoglie capitali da un certo numero di investitori per investirli secondo una specifica politica di investimento a beneficio dei suoi investitori e che non è un'impresa operativa al di fuori del settore finanziario*"⁴⁸². In Germania, in base alla distinzione tra forme statutarie contrattuali⁴⁸³ esistono due tipi di organizzazioni contrattuali: la soluzione di proprietà fiduciaria c.d. *Treuhandlösung* e la soluzione di proprietà congiunta c.d. *Miteigentumslösung*, rispettivamente interpretabili come: proprietà fiduciaria e proprietà congiunta tra investitori⁴⁸⁴.

Il grande vantaggio pratico della soluzione di proprietà fiduciaria rispetto alla soluzione di proprietà congiunta deriva dalla diversa imputazione delle situazioni giuridiche incluse nell'OICR, poiché la seconda opzione obbliga a curare una serie infinita di registrazioni nel registro fondiario a favore e contro tutti i partecipanti all'investimento collettivo.

⁴⁸⁰ La scelta è ricaduta solo su tali paesi in quanto già precedentemente citati in tale capitolo. Inoltre, nel capitolo 4 analizzando un caso di intervento pratico, si prende ad esempio, anche il fondo americano Magnetar. V. infra cap 4

⁴⁸¹ Il riferimento a tale paese è stato scelto alla stregua del loro primato mondiale nel campo dell'investimento collettivo del risparmio. Per approfondimento: cfr L. VAN SETTEN, D. BUSH, *Alternative Investment Funds in Europe: Law and Practice*, Oxford, 2014 p. 172 e ss.

⁴⁸² Per approfondimento: L. VAN SETTEN e D. BUSCH, *Op. cit.*, Oxford, 2014, p. 204 e ss.

⁴⁸³ Per approfondimento J.-M. KLETT, *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentsrechts*, Berlino, 2016, p. 121.

⁴⁸⁴ Per approfondimento: C. E. ROUNDS, A. DEHIO, *Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law And Civil Law Jurisdictions: a Comparison of legal Structures*, in NYU Journal of Law & Business, 2007, n. 3, p. 487; M. KLETT, *Op. cit.*, p. 99 ss.; cfr: F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Fattispecie e forme*, Egea editore 2017 p. 89; cfr B. LIBONATI, *Holding e investment trust*, Milano, 1959, p. 639 e ss.

Nel contesto tedesco l'elemento più interessante⁴⁸⁵ di comparazione è l'istituto della proprietà fiduciaria in quanto molto simile al *trust*. Elementi di similitudine sono evidenziati dal fatto che (i) OICR è un patrimonio speciale, separato e senza personalità giuridica, di cui la società di gestione, chiamata *Kapitalverwaltungsgesellschaft* (KVG)⁴⁸⁶, è titolare. La KVG ha molti doveri fiduciari, simili a quelli del *trustee*, tra cui il dovere di lealtà, *duty of loyalty*⁴⁸⁷. La custodia del fondo è affidata a un depositario indipendente, che svolge una funzione di vigilanza simile a quella svolta in Italia. Tuttavia, a differenza della *common law*, i diritti degli investitori nei confronti della KVG non sono di tipo "*equitable*" o quasi-*equitable* come quelli del beneficiario del *trust*, ma sono di natura contrattuale.

3.7.2 Francia

L'ordinamento legislativo francese, degno precursore assieme a quello tedesco, della disciplina in materia di OICR, concepisce la differenza tra organismi statutarî, Sicav e Sicaf, e contrattuale come ad esempio i fondi comuni⁴⁸⁸

Secondo l'articolo L214-24-34 del "*Code monétaire et financier*" (CMF)⁴⁸⁹, il *fonds commun de placement* è una forma di comproprietà di strumenti finanziari e depositi, le cui quote sono emesse e rimborsate su richiesta dei sottoscrittori o dei portatori, *al net asset value* aumentato o diminuito dai costi e commissioni. Tuttavia, lo stesso articolo esclude l'applicazione delle disposizioni del Codice civile relative all'indivisione e degli articoli 1871-1873 del medesimo codice relativi alle società in

⁴⁸⁵ Si riporta il parere di L. IACUMIN, *Fondi comuni di investimento. Diritto sostanziale e processo*, 2020, p. 528 www.openstarts.units.it/bitstream/10077/30667/7/Fondi-investimento-OpenstarTs.pdf.

⁴⁸⁶ Per approfondimento: cfr A. DEHIO, *Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust? Ein Vergleich der Grundlagen des deutschen und US-amerikanischen Investmentrechts*, *Schriften zum Banken- und Kapitalmarktrecht*, Band 8, Amburgo, 2016; M. BERG, *Verwaltung von Investment-Sondervermögen im deutschen und europäischen Umsatzsteuerrecht*, Köln, Verlag (diretto da) O. SCHMIDT, vol. 27, 2012; F. ANNUNZIATA, *Gli organismi*, cit., p. 89.

⁴⁸⁷ C.R. KAUNE – M.K. OULDS, *Das neue Investmentgesetz*, in *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2004, vol. 16, n. 2, p. 114 e ss; cfr C. NICKEL, *Der VERTRIEB von Investmentanteilen nach dem Investmentgesetz*, in *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2004, vol. 16, n. 3; F. ANNUNZIATA, *Op cit*, p. 90

⁴⁸⁸ *Detti fonds communs de placement*. Per approfondimento: cfr F. ANNUNZIATA, *Op. cit.* p. 82.

⁴⁸⁹ Per approfondimento:
https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000006072026/LEGISCTA000006139777/#LEGISCTA000006139777

partecipazione al *fonds commun de placement*. Questo significa che l'organismo contrattuale è qualificato come comproprietà ma le disposizioni legate a tale qualifica sono escluse. Si potrebbe dire che il concetto di comproprietà non consiste nella disciplina, ma piuttosto in un'idea pregiuridica ritenendo che sarebbe stato più corretto parlare di contitolarità⁴⁹⁰. Particolarità di tali fondi è l'esclusione esplicita della personalità giuridica per il *fonds commun de placement*. Questa è la diretta conseguenza della ricostruzione dell'istituto in termini di contitolarità tra gli investitori. Alcuni considerano⁴⁹¹ che tale esclusione sia dovuta a motivi fiscali, poiché se la personalità giuridica fosse stata riconosciuta, ci sarebbe stata una doppia imposizione fiscale, sia sul fondo che sugli investitori. Tuttavia, si può dubitare di questa spiegazione poiché se il legislatore avesse riconosciuto la personalità giuridica al fondo, avrebbe potuto semplicemente escludere espressamente il rischio di doppia imposizione, stabilendo il principio di neutralità fiscale. Piuttosto, sembra che si sia voluto evitare di creare un soggetto giuridico privo di qualsiasi struttura organizzativa e si sia deciso di attribuire direttamente agli investitori le situazioni che compongono il fondo, garantendone così la separazione dal patrimonio della società di gestione. Si tratta quindi di un *patrimoine d'affectation*⁴⁹², ossia un patrimonio destinato, identificato come tale, dall'obiettivo della gestione collettiva a cui è sottoposto. Inoltre, La Direttiva AIFM ha introdotto una nuova categoria di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), chiamata "*autres fonds d'investissement alternatifs*". Questa categoria comprende tutti gli organismi che, prima del recepimento della direttiva, non erano soggetti alla vigilanza dell'*Autorité des marchés financiers*, purché possiedano tutti gli elementi che caratterizzano la nozione generale di *fonds alternatif* delineata dalla Direttiva AIFM. Pertanto, questa categoria è ampia e può includere anche organismi che non rientrano nelle forme tradizionalmente contemplate. Ciò deriva dall'approccio adottato dalla direttiva stessa, il cui punto centrale

⁴⁹⁰ Per approfondimento -L. ICUMIN, *Op. cit.* p. 233 in <https://www.openstarts.units.it/bitstream/10077/30667/7/Fondi-investimento-OpenstarTs.pdf>.

⁴⁹¹ "FCPs are unit trusts with no legal personality of their own». Si aggiunge che «*in practice FCPs are the most common form of funds found in the French market*», dopo aver chiarito, a p. 170, che «*France ranks first in Europe and second worldwide (after the United States) for fund management (with EUR 1,700 billion under management in funds). France also ranks second in Europe (with 17% of the market) and worldwide as a fund domiciliation centre*». Per approfondimento: L. VAN SETTEN e D. BUSCH, *Alternative investment funds in Europe*, Oxford, 2014, p. 170-172.

⁴⁹² Per approfondimento: cfr T. CONNEAU, *Les fonds communs de placement*, in ROTC, 1991.

è la posizione del gestore, consentendo quindi l'attribuzione della qualifica di OICR a strutture molto diverse.

Proprio da questo emerge l'elemento di comparazione più interessante⁴⁹³. In Francia, un'entità che possiede i tratti minimi di un OICR non è obbligata a modificare la propria struttura giuridica⁴⁹⁴. Al contrario, nel sistema italiano, anche a seguito del recepimento della AIFMD, la qualifica di OICR è assegnata solo a strutture giuridiche esplicitamente nominate: fondi, SICAV o SICAF. Questa caratteristica dell'ordinamento italiano ha contribuito ad aumentare i noti problemi interpretativi.

Così terminata l'indagine in merito ai paesi europei, si procede ora con l'analisi in merito ai paesi extra-ue quali: (i) Regno Unito e (ii) Stati Uniti d'America

3.7.3 Regno Unito

L'organismo di investimento, nella legislazione britannica è compreso nella *section 235 del Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)* ed è denominato *Collective Investment Scheme (CIS)*⁴⁹⁵

Prima facie profonda linea di cesura con l'ordinamento italiano è rappresentata dall'eccezione dei soggetti *corporate* a struttura chiusa dimostrando che oltre manica la forma legale di un'entità non è rilevante per determinare se si tratta di un fondo di investimento collettivo.

Più nello specifico i CIS si distinguono tra *regulated (unit trust, limited partnership, pooling arrangements)* e *unregulated*, determinati per differenza con i primi⁴⁹⁶.

⁴⁹³ Per approfondimento: F.ANNUNZIATA, *Op. cit.* p.82 e ss.

⁴⁹⁴ Sostanzialmente nell'ordinamento francese prevale, in questo caso, la sostanza sulla forma in quanto non ha importanza la struttura giuridica specificatamente utilizzare ma è necessario solamente il rispetto di elementi minimi per ascritto nel novero degli OICR.

⁴⁹⁵ Per approfondimento: L. VAN SETTEN e D. BUSCH, *Alternative investment funds in Europe, United Kindom* (a cura di) D.ROUCH, Oxford, 2014, p.129.

⁴⁹⁶ Per approfondimento: L. VAN SETTEN e D. BUSCH), *Op. cit.*, p. 12.5

La struttura degli *authorised unit trust* (AUT) consta di un *trust deed* costituito tra *investment manager* e un *trustee*. Il primo è il soggetto demandato alla gestione del fondo, mentre il *trustee* detiene gli *asset* del *trust* nell'interesse degli investitori; tuttavia non può svolgere le funzioni di *investment manager*, poiché dovrebbe essere un'entità separata e indipendente⁴⁹⁷.

Le *Collective Investment in Transferable Securities (Contractual Scheme) Regulations* del 2013 hanno introdotto l'*authorised contractual scheme* (ACS). Gli ACS possono assumere due forme: (i) il *co-ownership scheme* e (ii) *limited partnership scheme*. La prima si basa su un accordo tra un *fund manager* e un depositario; gli investitori inizialmente non sono parte del *deed*, ma vi aderiscono sottoscrivendo le quote del fondo.

Nella seconda forma di ACS, il *limited partnership scheme*, il *general partner* agisce come *fund manager* autorizzato (con la possibilità di delegare alcune funzioni gestionali a terzi), e un *nominated partner* che è l'unico *limited partner* nel rapporto contrattuale durante la fase di costituzione⁴⁹⁸. Gli investitori aderiscono al fondo in un secondo momento in qualità di *limited partners*, e la titolarità delle posizioni giuridiche spetta al depositario.

Tralasciando la parte descrittiva di tutte le tipologie britanniche di fondi, l'elemento di comparazione più interessante riguarda l'imputazione della titolarità delle situazioni giuridiche che costituiscono il fondo. Nel Regno Unito, tale titolarità è assegnata al depositario/*trustee*, che deve essere separato e indipendente dal gestore. Al contrario, nel diritto italiano, le situazioni giuridiche che compongono il fondo non sono esplicitamente imputate a un singolo soggetto⁴⁹⁹. Tale differenza deriva dalla mancanza nella tradizione giuridica italiana del concetto di *trust* e delle eventuali protezioni di cui i beneficiari godono. Proprio in ragione di ciò, il depositario ha solo obblighi di custodia e sorveglianza, ma non la titolarità di un diritto funzionalizzato come la proprietà.

La divergenza descritta ha dato origine a un prolungato dibattito sull'interpretazione del Testo Unico della Finanza (TUF). La necessità del legislatore

⁴⁹⁷ Per approfondimento: F. ANNUNZIATA, *Op. cit.* p. 86.

⁴⁹⁸ Per approfondimento: F. ANNUNZIATA, *Op. cit.* p. 104 e ss.

⁴⁹⁹ Per approfondimento: L. ICUMIN, *Op. cit.* p. 233 in <https://www.openstarts.units.it/bitstream/10077/30667/7/Fondi-investimento-OpenstarTs.pdf>.

italiano di delineare una distinzione tra gestore e depositario, insieme alla difficoltà sistematica e tradizionale di concepire un istituto come il trust, ha generato incertezze tra gli operatori pratici che condividono una cultura secolare riguardo all'individuazione del titolare del fondo. A differenza del Regno Unito, che può fare affidamento su uno strumento concettuale consolidato come il *trust*, l'Italia si trova di fronte a sfide interpretative uniche.

3.7.4. Stati Uniti d'America

Negli Stati Uniti, la gestione collettiva del risparmio è regolata principalmente dall'*Investment Company Act* e dall'*Investment Advisers Act* del 1940⁵⁰⁰. Allo stesso tempo, il *Securities Act* del 1933⁵⁰¹ e il *Securities and Exchange Act* del 1934⁵⁰² hanno un impatto sulle operazioni piuttosto che sulla strutturazione degli organismi di investimento infatti, tali organismi possono assumere diverse forme, come *trust*, *limited partnership*, *limited liability company* o *corporation*⁵⁰³.

Ai fini dell'analisi è importante evidenziare che il suddetto *Investment Company Act*, attraverso un approccio funzionale, fornisce una definizione di *investment company* che abbraccia tutte le diverse forme giuridiche menzionate⁵⁰⁴. Ciò è possibile grazie alla presenza di elementi comuni, *inter alia*, la distinzione tra l'organismo di investimento e la società di gestione. Il fondo detiene ciò che è comunemente definito come "attività di investimento"⁵⁰⁵ e, di conseguenza, le eventuali passività ad esse associate. D'altra parte, la società di gestione è responsabile del possesso e della gestione di ciò che viene

⁵⁰⁰ Per approfondimento: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf>; <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-270?toc=1>.

⁵⁰¹ Per approfondimento: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>;

⁵⁰² Per approfondimento: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.

⁵⁰³ Per approfondimento: F. ANNUNZIATA, *Op. cit.*, p.76.

⁵⁰⁴ Per approfondimento: S.A. JONES, L.M. MORET, J.M. STOREY, *The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies*, in *Delaware Journal Corp. Law*, 1988, vol. 13, n. 2, p. 449.

⁵⁰⁵ Le attività di investimento includono tipicamente: (i) titoli, (ii) valute, (iii) immobili e (iv) varie strumentazioni finanziarie, mentre le passività di investimento includono: (i) prestiti in corso e (ii) obbligazioni derivanti da contratti non eseguiti. Per approfondimento: M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Trattato di Diritto Civile e Commerciale* (diretto da) A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, Torino, 2012, p. 320 e ss.

denominato come "attività di gestione", nonché delle relative passività⁵⁰⁶. Tale distinzione tra le attività e le passività detenute dal fondo e dalla società di gestione rappresenta un elemento chiave nella configurazione e nel funzionamento di questa struttura.

Negli organismi di investimento strutturati come *trust*, la titolarità delle situazioni giuridiche che costituiscono il fondo è attribuita ai *trustee*, che le detengono a beneficio esclusivo degli investitori (*beneficiaries*) in conformità ai principi generali del settore fiduciario. Tra i *trustee* e gli *investment manager* si instaura un rapporto contrattuale che richiama quello dell'*agency*⁵⁰⁷. Le forme giuridiche adottate seguono modelli societari ordinari che vengono adattati alle esigenze specifiche del settore finanziario. Le deviazioni più significative si verificano proprio per quanto riguarda i doveri e le responsabilità degli amministratori, che sono molto simili a quelli dei *trustee*. In effetti, è ampiamente sostenuto che queste entità siano solo apparentemente societarie, ma in realtà rappresentino un *trust* con alcune caratteristiche accessorie⁵⁰⁸ di natura societaria. Questa sostanza fiduciaria non viene intaccata dal fatto che la titolarità delle situazioni giuridiche è attribuita alla società anziché a un'entità separata⁵⁰⁹.

La particolare configurazione dei doveri e delle responsabilità degli amministratori, i quali sono tenuti ad agire esclusivamente nell'interesse degli investitori, contribuisce a garantire una funzionalità dei poteri gestori simile a quella riscontrabile nei *trust*. Pertanto, si osservano due percorsi distinti, quello contrattuale e quello societario, che convergono verso lo stesso risultato. Queste due strutture, apparentemente opposte, vengono indirizzate verso il medesimo obiettivo attraverso correttivi inversi, diventando

⁵⁰⁶ Le attività di gestione includono: (i) contratti scritti e non scritti che conferiscono alle società di gestione il diritto ai servizi di lavoratori (come portfolio manager, contabili e segretari), nonché (ii) attività fisiche come spazi ufficio, computer e proprietà intellettuale come loghi aziendali. Le passività di gestione includono gli obblighi derivanti dai contratti di locazione degli uffici, dai contratti di lavoro e da altri impegni. I rischi associati a queste ampie attività e passività saranno particolarmente importanti per spiegare la separazione dei fondi e dei gestori nelle conglomerate finanziarie. Per approfondimento: M. MAGGILO, *Op. cit.* p. 350 e ss; cfr F. S. MISHKIN, *Istituzioni e mercati finanziari*, 2019, Londra.

⁵⁰⁷ Per approfondimento: F. ANNUNZIATA, *Op. cit.* p. 99.

⁵⁰⁸ Per approfondimento: F. ANNUNZIATA, *Op. cit.* p. 99.

⁵⁰⁹ Per approfondimento: F. ANNUNZIATA, *Op. cit.* p. 99.

così funzionalmente equivalenti. Tale fenomeno è riscontrabile anche nello studio dei sistemi legali di alcuni Stati membri dell'Unione Europea⁵¹⁰.

D'altra parte, negli Stati Uniti e in sistemi giuridici analoghi, le situazioni giuridiche che compongono l'organismo di investimento sono esplicitamente definite. L'istituto del *trust* fornisce al legislatore statunitense le garanzie necessarie affinché i diritti possano essere attribuiti a un soggetto diverso da quello che detiene l'interesse gestito. È interessante notare che si riscontra una somiglianza in questo aspetto con l'ordinamento britannico, dove l'istituto del *trust* viene anch'esso impiegato⁵¹¹.

In conclusione, sia attraverso la configurazione degli amministratori nell'ambito delle strutture societarie, sia mediante l'utilizzo dell'istituto del *trust*, viene raggiunto un risultato analogo nel garantire la gestione adeguata degli interessi degli investitori. Questo fenomeno testimonia la convergenza funzionale tra diverse soluzioni giuridiche adottate nei vari contesti nazionali e internazionali.⁵¹²

L'analisi condotta evidenzia chiaramente che l'imputazione legislativa di tali situazioni giuridiche è stata ritenuta opportuna anche negli ordinamenti di *common law*. Tuttavia, è importante notare che, a differenza di altri ordinamenti, in Italia non è stata ritenuta veramente necessaria questa imputazione di soggettività. Nonostante ciò, la mancanza di tale imputazione ha generato controversie che avrebbero potuto coinvolgere anche altri Paesi, sia di *common law* che di *civil law*, se i rispettivi legislatori non avessero agito con cautela e chiarito la titolarità delle situazioni giuridiche gestite. Questa discrepanza di approcci normativi ha sollevato importanti questioni, mettendo in luce la necessità di un'attenta considerazione delle implicazioni legali e delle possibili implicazioni internazionali delle decisioni legislative. La mancata armonizzazione tra diversi ordinamenti potrebbe, infatti, generare incertezza e complicazioni in ambito transnazionale, con potenziali ripercussioni per gli operatori economici e per la tutela degli interessi degli investitori.

⁵¹⁰ Un esempio è il Lussemburgo e la Svizzera. Per approfondimento: L. ICUMIN, *Op. cit.* p. 263 in <https://www.openstarts.units.it/bitstream/10077/30667/7/Fondi-investimento-OpenstarTs.pdf>.

⁵¹¹ Per approfondimento: V. infra-paragrafo 3.7.3.

⁵¹² Per approfondimento: F. ANNUNZIATA, *Op. cit.* p. 99

CAPITOLO 4

FONDI DI NPL E UTP, UN'OPPORTUNITÀ DI MERCATO.

Sommario: 1 Fondi di ristrutturazione: riflessione e riscontri applicativi - 2 Case Study - 3 I fondi all'opera: Acque minerali d'Italia - 4 Rilievi conclusivi.

1 Fondi di ristrutturazione: riflessione e riscontri applicativi.

La gestione di un'impresa in situazione di crisi rappresenta, come ampiamente esaminato nei precedenti capitoli, una sfida complessa; in particolare, quando si manifestano problemi finanziari significativi e la prospettiva di una liquidazione giudiziale diventa imminente, le difficoltà possono aumentare in modo considerevole. Pertanto, il presente studio di ricerca intende evidenziare un'alternativa valida che le aziende possono adottare in tali circostanze: l'utilizzo dei fondi di ristrutturazione al fine di riorganizzare la società e migliorarne la redditività. La disponibilità di fondi di ristrutturazione offre un'opportunità concreta per affrontare le difficoltà finanziarie e per avviare un processo di recupero. Tale approccio alternativo si basa sulla premessa che la società, se opportunamente ristrutturata e guidata da un piano strategico solido, può superare le difficoltà e riacquistare la sua redditività. L'obiettivo principale dei fondi di ristrutturazione è quello di fornire un sostegno finanziario, insieme ad un supporto gestionale ed operativo, al fine di implementare le necessarie misure correttive ed avviare un percorso di cambiamento positivo.

L'utilizzo dei fondi di ristrutturazione offre diversi vantaggi per l'azienda in crisi. L'apporto di capitale fornito dal fondo può fornire una soluzione immediata alle pressioni finanziarie, consentendo all'impresa di affrontare in modo più efficace gli obblighi di pagamento e di gestire i debiti esistenti. Inoltre, il coinvolgimento dei fondi di ristrutturazione porta con sé competenze e expertise specializzate nella gestione finanziaria, che possono contribuire a identificare le cause profonde della crisi e a sviluppare un piano di ristrutturazione mirato e coerente.

Dalla disamina effettuata emerge una delle migliori alternative⁵¹³ che l'azienda può intraprendere in tali casi: utilizzare fondi di ristrutturazione per riorganizzare la società e rendere il *business* più redditizio⁵¹⁴.

Duplici sono i vantaggi del loro utilizzo: (i) in *primis*, tale soluzione consente di evitare il “fallimento” dell'impresa, apportandole nuova finanza e/o introducendo nella *governance* societaria soggetti altamente specializzati in operazioni di risanamento⁵¹⁵; (ii) in secondo luogo, la gestione tramite fondi di ristrutturazione permette di ottenere una maggiore flessibilità nella pianificazione. Tramite tali fondi, sostanzialmente, si addivene a riorganizzare le attività, rivedere le strategie di *marketing* ed a adattarsi alle nuove esigenze del mercato con conseguente possibile aumento delle vendite e del profitto⁵¹⁶.

I fondi di credito per la gestione di NPL (*non-performing loans*) rappresentano uno strumento importante per fronteggiare il problema dell'inadempienza debitoria. Questi fondi, infatti, si occupano dell'acquisizione di portafogli di crediti bancari in sofferenza, con l'obiettivo di recuperare i pagamenti arretrati e ripristinare il flusso di cassa delle banche. L'utilizzo di questi fondi, grazie alla loro specializzazione nel settore del recupero crediti, permette alle banche di liberarsi dei crediti deteriorati, mitigando i rischi legati alla loro gestione e concentrando le proprie attenzioni sull'attività principale di concessione di nuovi prestiti⁵¹⁷. Allo stesso tempo, rappresentano un'opportunità per gli investitori, che possono ottenere profitti elevati grazie all'acquisizione dei crediti a prezzi vantaggiosi, grazie all'*expertise* del fondo nella loro gestione. In questo contesto, diventa fondamentale che tali fondi operino in maniera trasparente e attuino strategie di recupero crediti sostenibili, che tutelino i diritti dei debitori e promuovano al contempo la crescita economica.

⁵¹³ Per un'analisi sui benefici derivanti dall'utilizzo di tali fondi V., *infra*, capitolo 2. Paragrafo 2.5.1.

⁵¹⁴ Per approfondimento: L. OLIVIERI, P. FARONI "La ristrutturazione d'impresa attraverso gli strumenti della finanza agevolata", in *Rivista delle Società*, 2019 n.3 p. 446 e ss.

⁵¹⁵ Per approfondimento in merito ai vantaggi di tale fondo nei processi di *restructuring*, P. CARRIERE, *Op. cit.* 2016 in <https://www.cbalex.com/it/i-fondi-comuni-di-ristrutturazione-ricostruzione-tipologica-e-inquadramento-sistematico-di-una-nuova>.

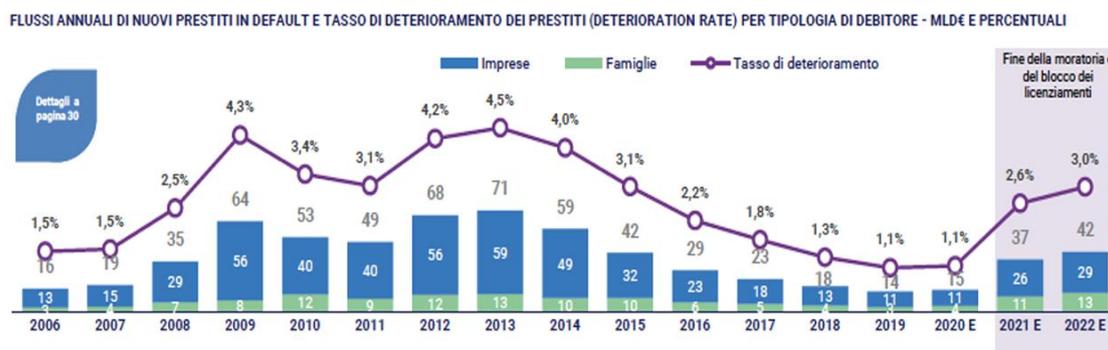
⁵¹⁶ Per approfondimento sullo schema operativo dei fondi di ristrutturazione V. *infra* cap.2

⁵¹⁷ Per approfondimento: P.CARRIERE, *Op. cit.* 2016 in <https://www.cbalex.com/it/i-fondi-comuni-di-ristrutturazione-ricostruzione-tipologica-e-inquadramento-sistematico-di-una-nuova>

Come evidenziato nei precedenti capitoli, l'ammontare dei crediti deteriorati è mutato, alternando periodi più rosei a periodi più drammatici, parallelamente al mutare del contesto socioeconomico⁵¹⁸. Negli anni passati si è assistito ad una riduzione dello *stock* di crediti deteriorati, nei bilanci bancari; ciò è stato possibile grazie alle consistenti cessioni, principalmente di sofferenze, ad investitori specializzati ed attraverso operazioni di GACS su attivi NPL.

A fronte di una grande preoccupazione nei confronti di tale classe di deteriorato, si è assistito anche ad interventi mirati per i crediti UTP; si è registrato un aumento del ricorso ai fondi ad apporto per migliorare le condizioni di trasferimento e deconsolidamento dei portafogli⁵¹⁹. Questa soluzione consente costi inferiori alla gestione singola, diversificazione per settore e maggior potere negoziale nei confronti di un debitore specifico. La fuoriuscita di questi crediti dal patrimonio bancario attiva strategie avanzate di gestione, con tempi differenti da quelli previsti dalle norme di vigilanza bancaria⁵²⁰. I gestori, una volta collocati al di fuori dell'ambito di incidenza delle

⁵¹⁸ Si riporta il grafico con l'andamento dei crediti deteriorati in questi anni. Per approfondimento: Banca Ifis, *La rischiosità dei crediti bancari in una prospettiva europea 2° trimestre 2022*, in NPLs Market Watch, 2022 in https://www.bancaifis.it/app/uploads/sites/2/2022/10/MW_NPL_focus_2H22-IN-UE_221025.pdf.



⁵¹⁹ Si stima che a metà del 2019 l'ammontare di crediti Utp in pancia alle banche era pari a 73 miliardi di cui ben 81% apparteneva a banche italiane. Dal 2016 al 2019, anni in cui non era ancora fortemente sviluppato il mercato degli Utp, si registrano in totale 9 *deal* aventi ad oggetto utp. Tra questi il principale è quello tra Intesa San Paolo e Prelios; L'accordo riguarda nel complesso 10 miliardi dei complessivi 14 miliardi di Utp di Intesa Sanpaolo, avrà una durata decennale ed è di grande impatto perché in questo modo la banca, nei primi diciotto mesi del Piano d'Impresa 2018-2021, raggiunge circa l'80% dell'obiettivo di riduzione dei crediti deteriorati previsto alla fine dei quattro anni. Per approfondimento: INTESA SANPAOLO, *Intesa Sanpaolo accordo strategico con Prelios sui crediti deteriorati*, 2019 in <https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/news/il-mondo-di-intesa-sanpaolo/2019/accordo-prelios-crediti-deteriorati>

⁵²⁰ Per approfondimento: PWC, *I fondi di NPL, un'opportunità di mercato*, 2018, p. 2 in www.pwc.com/it/publications/assets/docs/Fondi-di-NPL.pdf

disposizioni di vigilanza, possono adottare soluzioni specifiche per l'*under performing*, attraverso forme di amministrazione attiva che consentono al debitore di adempiere in modalità compatibili con le mutate condizioni dell'economia reale. Prova di espansione del fenomeno è il continuo aumento del numero di gestori che si stanno affacciando al mercato delle ristrutturazioni del debito, sia con *target single name*⁵²¹ che in ottica di portafoglio/piattaforma.

Il ricorso a tali modelli non è sufficiente a creare una standardizzazione perché, nella pratica, ognuno di essi verrà strutturato *ad hoc* in base alla tipologia di investitore e di *target*. Tuttavia, se in parte risulta tuttora complesso delineare un preciso modello di intervento, il legislatore è intervenuto segnando una cornice normativa entro la quale operare⁵²² nell'ottica di armonizzare la disciplina applicabile a tali fattispecie.

Per acquisire una piena comprensione dei modelli di gestione dei fondi che saranno analizzati nel contesto successivo del *case study* è necessario ripercorrere gli step relativi alla loro strutturazione. Come ampiamente esplorato nel capitolo 2, la banca che

⁵²¹ Per *single name* si intendono le cessioni di singoli crediti *non performing*. Se vengono ceduti invece in blocco si parla di cessione di portafoglio *npl*. Con questi si intendono i fondi che hanno come sottostante singoli crediti garantiti. Un esempio di fondo di tale tipo è "*Hera Zest Npe Fund*" lanciato sul mercato nel 2019 da parte di *Zest Asset Management*. Questo è stato il primo fondo specializzato sui crediti deteriorati immobiliari italiani. Questo fondo di investimento alternativo ha l'obiettivo di acquistare crediti *Npe* garantiti da singoli *asset* immobiliari da banche o altri soggetti istituzionali, per poi. Il fondo è costituito in forma di società a capitale variabile, qualificato come "Raif" (*Reserved Alternative Investment Fund*) di diritto lussemburghese ed è destinato a investitori istituzionali, *family office* (ossia una società di gestione patrimoniale privata che si occupa della gestione degli investimenti e delle attività finanziarie di una o più famiglie molto abbienti) e *private banking* (è un servizio bancario dedicato a clienti ad alto reddito, spesso definiti "*private client*", che offrono una vasta gamma di servizi finanziari personalizzati.). La raccolta prevista è di 200 milioni di euro, con una durata di 8 anni e un investimento minimo di 125.000 euro. Il fondo investirà in crediti *NPL* o *UTP* garantiti da singoli *asset* immobiliari principalmente di tipo residenziale e commerciale, con un valore contabile lordo tra 1 e 50 milioni di euro. *Zest Sa* sarà il gestore del fondo, mentre *Hera Holding Spa* fungerà da advisor tecnico per la selezione, la due diligence e la valorizzazione dei debiti in portafoglio. Si procederà all'acquisto dei crediti tramite un veicolo di cartolarizzazione Per approfondimento: V. MAGRI, *Zest Asset Management lancia Hera Zest Npe Fund, il primo fondo su Npl e Utp immobiliari*, 2019 in <https://bebeez.it/npl/zest-asset-management-lancia-hera-zest-npe-fund-il-primo-fondo-su-npl-e-utp-immobiliari>; MILANO FINANZA, *HERA ZEST NPE FUND È IL PRIMO FONDO SU NPL E UTP IMMOBILIARI DI ZEST AM*, 2019 in <https://www.milanofinanza.it/news/hera-zest-npe-fund-e-il-primo-fondo-su-npl-e-utp-immobiliari-di-zest-am-201909101433348169>.

⁵²² Il riferimento è al DM 30/2015 che per il tramite degli articoli 10 e 14 prevede la tipologia dei fondi comuni di investimento, alternativi, italiani mobiliari di tipo chiuso. Il Regolamento ha dato attuazione all'articolo 39 del TUF concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani. Per approfondimento: <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:ministero.economia.e.finanze:decreto:2015-03-05;30!vig=>

intende disfarsi di un portafoglio di crediti cede tale portafoglio ad un fondo specializzato. Al fine di finanziare l'acquisizione del portafoglio, il fondo emette quote che vengono offerte a investitori professionali o privati. La banca cedente può sottoscrivere eventualmente delle quote del fondo. In tale struttura oltre tali due soggetti (Fondo e Banca) interverranno anche (i) un depositario esperto in materia di NPL/UTP che controlla le quote e si occupa del calcolo del NAV⁵²³; (ii) SGR che si occuperà della gestione del fondo in ottemperanza al Regolamento del Fondo. La gestione attuata da tale soggetto è volta ad incrementare il valore iniziale delle quote, attuando qualsiasi attività necessaria o strumentale per il corretto perseguimento dello scopo del fondo.

Poniamo ora la nostra attenzione ai fondi riservati FIA, sempre al fine di creare una giusta introduzione al case study successivo. Tali fondi affidano il loro patrimonio rispettando rigorosamente il regolamento del fondo⁵²⁴ e le normative vigenti. Tale regolamento⁵²⁵, in linea con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio, prevede una precisa e dettagliata ripartizione degli investimenti non solo in termini di valore, ma anche di tipologia, di profilo di rischio complessivo del fondo, di uso della leva finanziaria, nonché di limiti di investimento e di riutilizzo delle garanzie finanziarie. Il regolamento diviene un organigramma trasparente del funzionamento del fondo e la sua formulazione trova solido fondamento nell'articolo 39 del TUIF, il quale ribadisce l'importanza della creazione di un regolamento specifico per ciascun fondo comune d'investimento, che ne definisca le caratteristiche e disciplini il suo operato. In particolare, tale regolamento comprende informazioni dettagliate riguardanti la società promotrice, il gestore, la banca

⁵²³ Per NAV si intende il *Net Asset Value*; esso indica il prezzo giornaliero delle quote dei fondi comuni di investimento. Si calcola determinando il valore di mercato di tutte le attività facente parte del fondo, da tale numero vengono sottratte e il risultato diviso per il numero di quote sottoscritte. $NAV = \frac{\text{valore di mercato delle attività} - \text{passività}}{\text{numero di quote}}$. Per approfondimento: G. FERRARI, *Nav di un fondo comune in*

<https://www.milanofinanza.it/news/nav-di-un-fondo-comune-1635240>.

⁵²⁴ Per approfondimento: BANCA D'ITALIA CONSOB, IVASS, *Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-soluto di crediti unlikely to pay ("UTP") in cambio di quote di fondi di investimento* in www.ivass.it/normativa/nazionale/convenzioni-nazionali/documenti/doc_congiunti/Documento_8_Tavolo_congiunto_IAS_IFRS_UTP.pdf; BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, 2022* in https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivionorme/regolamenti/20120508/RGCR_Versione_integrale_al_4_agg.to_28.11.2022.pdf.

⁵²⁵ Sostanzialmente il regolamento rappresenta il rapporto, che lega, l'investitore e la società di gestione del risparmio. Esso è un contratto standardizzato, la sua predisposizione è curata, unilateralmente, dalla società di gestione; l'investitore non ha nessun diritto di intervenire sul contenuto. Per approfondimento: cfr F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014 p.207.

depositaria, ma anche riguardo alla partecipazione, l'emissione e l'estinzione di certificati, nonché alle modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote. La Banca d'Italia ha la competenza di approvare⁵²⁶ il regolamento del fondo e di valutare la sua conformità con i criteri generali stabiliti dagli articoli 36 e 37⁵²⁷ del TUIF.

Per garantire un equilibrio nel negoziato tra le banche partecipanti al fondo, è necessario che la valutazione sia uniforme nella stima del valore dei beni ceduti. La verifica dell'omogeneità dei criteri di valutazione consente di valutare correttamente il valore dei beni ceduti. La coerenza dei valori relativi non può essere verificata senza conoscere i valori assoluti corretti. Pertanto, la verifica dell'omogeneità dei criteri di valutazione deve essere basata sui valori assoluti. L'uniformità dei criteri di stima del valore assoluto deve essere garantita attraverso l'adozione della stessa configurazione di valore per tutti i crediti ceduti, a tal fine si deve stimare il *fair value*⁵²⁸ dei crediti. Nel caso in questione, se tutti i crediti sono stimati al loro valore di realizzo sul mercato e il *fair value* può essere considerato un *exit price*, ciascuna banca finisce per partecipare al fondo in misura equa ed omogenea. Il criterio dell'omogeneità dei criteri di valutazione non va dunque inteso come applicazione meccanica di una eguale formula valutativa a

⁵²⁶ Tale regola è derogata per i FIA riservati. Ratio di tale deroga risiede nel fatto che per tale tipologia non è richiesto uno standard di protezione così elevato in quanto destinato a investitori esperti o professionali. Per approfondimento: cfr F. ANNUNZIATA, *Op. cit.*, Torino, 2014 p.207.

⁵²⁷ In particolare, l'art. 37 definisce, al secondo comma, il contenuto minimo che il regolamento deve riportare:

- a) la denominazione e la durata del fondo;
- b) le modalità di partecipazione al fondo, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso delle quote nonché le modalità di liquidazione del fondo;
- c) gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi;
- d) il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo;
- e) i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi;
- f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio;
- g) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio e degli oneri a carico dei partecipanti;
- h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione;
- i) se il fondo è un fondo *feeder*.

⁵²⁸ Tale principio è definito dall'IFRS 13 come il prezzo ricevuto per la vendita di un'attività o il trasferimento di una passività in una transazione regolare fra controparti di mercato alla data di misurazione. Per approfondimento: L. MAGNANO SAN VITO, *Principi generali per la valutazione del fair value*, 2023 p.23 in [www.odcec.mi.it/docs/default-source/materiale-convegni/i-principi-contabili-internazionali-ias-ifs-\(31-01-23\).pdf?sfvrsn=e32e52eb](http://www.odcec.mi.it/docs/default-source/materiale-convegni/i-principi-contabili-internazionali-ias-ifs-(31-01-23).pdf?sfvrsn=e32e52eb).

tutti i crediti, quanto piuttosto nella stima della stessa configurazione di valore di tutti i crediti, attraverso i criteri di valutazione più appropriati.

L'analisi dei crediti deteriorati costituisce una pratica fondamentale per le istituzioni finanziarie. Tale analisi prevede una valutazione periodica di tipo analitico che tiene conto di molteplici fattori. Innanzitutto, si considerano le specificità di ciascun credito, includendo la situazione giuridica, economica, patrimoniale e finanziaria dei soggetti obbligati⁵²⁹. Inoltre, viene data particolare importanza alla valorizzazione delle garanzie reali e personali che assistono il credito e alla strategia di gestione e recupero del credito, valutando anche i relativi costi di implementazione. Non meno rilevante è la considerazione del contesto settoriale e, più in generale, del mercato, in quanto tali elementi possono influenzare la probabilità di *default* e la redditività dell'investimento. La valutazione dei crediti deteriorati richiede l'esame di una serie di elementi specifici, quali la situazione giuridica, economica, patrimoniale e finanziaria dei soggetti obbligati, la valutazione delle garanzie reali e personali che sostengono il credito, la strategia di gestione e recupero del credito e i relativi costi di implementazione, il contesto settoriale e di mercato. Tutti questi fattori sono valutati congiuntamente per determinare il controvalore più accurato possibile del credito deteriorato, utilizzando il patrimonio informativo disponibile alla data di valutazione. Il modello di valutazione utilizzato è il *Discounted Cash Flow Model*⁵³⁰, che prevede due fasi: la mappatura dei flussi di cassa attesi del credito finanziario deteriorato, compresa la determinazione degli importi recuperabili e la distribuzione temporale dei flussi, e la scelta della curva di attualizzazione dei flussi, tenendo conto dei fattori di rischio pertinenti. Sebbene questo

⁵²⁹ Per approfondimento F. CESARINI, *Op. cit.*, p.34 e ss.

⁵³⁰ Anche detto “metodo dei flussi di cassa attualizzati” esso si fonda su determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. Tale flusso viene rappresentato sia dai flussi di cassa che dai dividendi. La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione. La formula del flusso di cassa scontato (DCF) è uguale alla somma del flusso di cassa in ogni periodo diviso per uno più il tasso di sconto (WACC) elevato alla potenza del numero del periodo. Si calcola come, $DCF = \sum CF_t / (1 + r)^t$, dove “CF” indica CF rappresenta il flusso di cassa netto previsto in ogni periodo futuro, “r” indica e “t” il periodo di tempo in cui viene generato un determinato flusso di cassa. In sostanza, la formula DCF serve a calcolare il valore attuale netto di una serie di flussi di cassa futuri, tenendo conto del costo del capitale necessario per generare tali flussi di cassa. Per approfondimento: BORSA ITALIANA, *Il metodo DCF - Discounted cash flow*, 2020 in <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>; CFI TEAMS, *Discounted Cash Flow DCF Formula*, 2023 in <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/dcf-formula-guide/>

processo sia complesso, è essenziale per la valutazione accurata del valore di un credito deteriorato.

Per valutare i recuperi attesi su un credito finanziario deteriorato, è necessario selezionare uno scenario base, che può essere di due tipi: *going concern* (continuità operativa) o *gone concern* (cessazione dell'attività). Nel primo caso, si prendono in considerazione i flussi di cassa operativi del debitore o del garante, che vengono utilizzati a servizio del debito. È possibile anche valutare gli importi recuperabili dalle garanzie che non influiscono sui flussi di cassa operativi⁵³¹. Nel caso di cessazione dell'attività, dato il venir meno dei flussi operativi del debitore, il valore recuperabile è determinato attraverso la stima della liquidazione dell'attivo aziendale e/o dalla somma dei flussi di cassa futuri che possono risultare dall'escussione delle garanzie, al netto dei costi di recupero. In alcune situazioni, si può optare per una combinazione di questi due scenari, in base alle specifiche caratteristiche della posizione creditizia. La scelta dello scenario base consente di sviluppare il *business plan* con la relativa strategia di recupero, al fine di perseguire gli obiettivi previsti dal *business plan* stesso.

2 Case Study

Negli ultimi dieci anni, si è osservato un significativo aumento nello sviluppo delle metodologie per la gestione degli attivi deteriorati⁵³²; questo fenomeno è stato accompagnato da un'elevata presenza di fondi specializzati nell'affrontare situazioni di *distress* nel mercato finanziario. Inoltre, le stesse banche hanno contribuito a tale sviluppo, concentrando i loro sforzi nello sviluppo di diversi modelli di gestione per i portafogli di crediti problematici. Nonostante l'enorme passo avanti, tuttora, stanno emergendo nuovi modelli come, ad esempio le *challenger bank*⁵³³ e un crescente interesse

⁵³¹ Per approfondimento: cfr L. PELLIZZONI, *Valutazione del credito bancario: metodi e tecniche* Milano, 2016, p. 54; E. FERRANTE R. DI PIETRO, *La gestione del credito deteriorato: modelli operativi e gestionali* Milano, 2014 p. 78 e ss.

⁵³² Conseguentemente alla crisi del 2008 lo scenario è notevolmente cambiato; infatti a fronte di uno scarso coinvolgimento di mezzi ad hoc per lo smaltimento intelligente delle poste deteriorate, sono entrati nel mercato operatori di varia natura, investendo specificatamente in imprese in crisi. Per approfondimento: cfr A. DANONI, J. TANGHETTI, *Op. cit.* 2020 p.43; A. DANONI, *La crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Torino, 2003, p. 50 e ss.

⁵³³ Le *challenger bank* sono istituti finanziari che operano online o tramite app mobili, sfidando le tradizionali banche fisiche. Si concentrano su un'esperienza bancaria avanzata e orientata al cliente, specialmente per un pubblico giovane e tecnologico. Offrono interfacce semplificate, processi di apertura del conto rapidi e funzionalità innovative. Nel gestire i crediti deteriorati, esse adottano approcci agili e

nei confronti degli *Utp* che rappresentano rilevante segmento di operatività per un numero sempre maggiori di operatori.

Nel proseguo del paragrafo si intende analizzare, tramite un *case study*, l'incidenza qualitativa dei fondi di *distress*, indagando il ruolo che gli operatori del turnaround attualmente ricoprono nel mercato. L'analisi viene svolta analizzando i risvolti critici e i profili di rischiosità, nell'ottica di elaborare un modello ideale. Nel mosaico di categorie esistenti, si è ritenuto opportuno dar rilievo al pionieristico modello dei fondi di ristrutturazione. Di seguito vengono riportate le metodologie e i risultati della ricerca.

Il *case study*⁵³⁴ si basa sull'indagine qualitativa svolta sui principali operatori di mercato attivi nell'ambito del credito *under performing* in Italia⁵³⁵. Gli attori di tale approfondimento sono suddivisi in quattro macrocategorie: (i) investitori specializzati⁵³⁶, (ii) istituti di credito, (iii) consulenti e (iv) *servicer*. Selezionati gli operatori, sono stati intervistati concentrando le domande su tutti gli aspetti di un'operazione di finanziamento a imprese in crisi; si è quindi attenzionato l'inquadramento degli operatori, suddividendoli per categoria di appartenenza e si sono individuate le imprese *target*. Si è in seguito analizzata la tipologia di deal effettuato e infine si è dato ampio spazio all'indagine sui punti nevralgici dell'intervento dei fondi di ristrutturazione.

La ricerca qualitativa si focalizza sulle opportunità date e i casi realmente gestiti dagli operatori di *corporate restructuring*. Una volta che l'impresa si affaccia su tale mercato, in primis viene svolta un'analisi di *due diligence* che permette all'investitore

flessibili, utilizzando tecnologie avanzate come l'intelligenza artificiale per valutare il rischio di credito e prendere decisioni tempestive. Per approfondimento: E. CANTARELLI, *Challenger bank, sfidano le banche tradizionali e attirano investitori. Ma il modello di business è ancora da costruire*, 2019, www.bebeez.it, <https://bebeez.it/2019/02/13/challenger-bank-sfidano-le-banche-tradizionali-e-attirano-investitori-ma-il-modello-di-business-e-ancora-da-costruire/>

⁵³⁴ Per approfondimento su tutta l'analisi in merito al case study:: cfr A. DANOVI, J. TANGHETTI, *Op. cit.* 2020 p.43; A. DANOVI, *La crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Torino, 2003, p. 50 e ss.

⁵³⁵ A tal fine, infatti, è stata svolta un'analisi empirica inclusiva degli strumenti, tecniche e strategie di rilevazione e analisi dei dati utilizzabili al fine di descrivere appropriatamente una specifica realtà. Per modello di analisi vedasi: cfr M. PALUMBO, E. GARABARINO, *Ricerca sociale: metodo e tecniche*, 20006, Milano.

⁵³⁶ Si è selezionato un numero di 12 soggetti, *inter alia*, i fondi di ristrutturazione.

specializzato di svolgere un'analisi⁵³⁷ sull'impresa per comprendere le opportunità di probabile realizzo del *deal*.

Fondamentale in questo tipo di operazioni sono gli apporti di nuova finanza; dalla ricerca è emerso che queste si assestano all'incirca tra i 5 e 70 milioni di euro. I ritorni stimati dell'investimento si stimano tra il 15 % e 25 %⁵³⁸. Gli operatori richiedono, inoltre, che la parte di nuova finanza venga trattata come una posta super senior nella *waterfall* di pagamenti. Tale richiesta deriva dal fatto che la funzione della nuova finanza è quella di ristrutturare l'impresa e non di ripagare il debito. Dall'indagine è emerso che essa presenta ancora un livello di rischio elevato; solitamente si attesta intorno al 15% per debitore, conseguentemente l'operatore deve valutare attentamente il rischio evitando di prezzare eccessivamente tale finanziamento.

Nella gestione del processo, fattore principe per la gestione dello stesso, è il rispetto delle tempistiche; infatti, qualora i tempi della fase di negoziazione diventino eccessivamente lunghi, si rischia che il piano approvato diventi obsoleto e non più idoneo all'impresa in quel particolare momento. La tempistica⁵³⁹ che solitamente viene stimata è proporzionale alla durata del periodo in cui l'impresa è stata in crisi. La dilatazione o costrizione di tali termini può essere sia di causa congiunturale, prevalentemente conseguente alla durata dei negoziati, che culturale ossia causati dalla eventuale rigidità dell'imprenditore.

Dopo questa breve introduzione sulla modalità di svolgimento, sui soggetti partecipanti e su alcuni dati statistici, nel proseguo si analizzano i casi di due operatori specializzati⁵⁴⁰ che hanno implementato un modello rientrante in tale categoria.

Per tali investitori specializzati il target è rappresentato all'incirca da 10-15 aziende, con nuova finanza sottoscritta pari a 200-300 milioni. In ambedue le situazioni, le risorse quali nuova finanza verranno immesse nella azienda ove strettamente

⁵³⁷ Sicuramente oggetto di analisi sarà il sottostante imprenditoriale per indagarne la solidità o meno e conseguentemente la possibilità che tramite l'iniezione di nuova finanza tale impresa possa tornare in *bonis*.

⁵³⁸ Si è analizzato che a seguito delle crisi finanziaria degli ultimi decenni è molto complesso avere riorni finanziari più alti.

⁵³⁹La durata media di un'operazione è di 12 mesi che possono diminuire fino a 7 mesi e dilungarsi per un massimo di 18.

⁵⁴⁰ Gli operatori in questione sono: Previos SpA e Sagitta SGR.

necessario. Un altro elemento caratteristico di tali modelli è la forte specializzazione del team

Il primo investitore specializzato, oggetto di analisi, è un FIA riservato con patrimonio complessivo aggregato pari a 20 milioni e gestito da un GEFIA con l'obiettivo principale di rilanciare le piccole e medie imprese italiane che si trovano in una situazione finanziaria critica ma che possiedono un solido potenziale sottostante (con prospettive di mantenere la continuità aziendale). Il fondo condivide la struttura caratterizzante i fondi di ristrutturazione, vantando una struttura bipartita tra comparto crediti ristrutturandi e comparto nuova finanza rispettivamente relative a posizione problematiche, utp npl, cedute da banche e raccolta di nuove risorse finanziarie fruibili dalle società target.

Il secondo protagonista del *case study* è invece un fondo di investimento alternativo FIA chiuso connotato per detenere, diversamente dal modello precedente, una struttura mono comparto che racchiude quote emesse a fronte di cessione di crediti da molteplici banche. Anche in questo caso il fondo ha accumulato preventivamente nuova finanza da iniettare nelle imprese target o per assegnare finanza super senior.

Il risultato di tale ricerca evidenzia che la compartecipazione tra il management e le risorse finanziarie sono la chiave di volta per la riuscita dell'operazione. In caso di debolezza, il binomio necessario verrebbe a rompersi e insieme a tale frattura verrebbe meno anche la riuscita dell'intero processo.

Punto critico di tale emergente tipologia di fondi di investimento si rileva proprio nel necessario collegamento tra management e risorse finanziarie che devono essere presenti nell'intera gestione. Altro rilievo problematico si sottolinea nel rapporto con le banche. Le banche, come già esposto, sono soggetto fondamentale nell'architettura del fondo in quanto devono essere disposte a cedere i propri crediti *non performing*, oggetto principale del fondo; in questo ~~sense~~, contesto ciò che risulta difficile nell'aspetto pratico è il coordinamento degli obiettivi tra istituti di credito e fondo. Altro aspetto critico e limitante, deriva dal panorama di incertezza legislativa che connota tale nuova tipologia; si va dalla mancanza di una definizione normativa volta a inquadrare univocamente la disciplina alla difficoltà che si riscontra nella normativa in merito all'emersione di nuova finanza. In merito a tale ultimo punto, è intervenuta una modifica legislativa nel 2016 volta a far sì che i fondi alternativi potessero sia acquistare credito che erogare nuova

finanza. Anche se dal dato normativo non sembrano esserci apparenti limiti, la risposta pratica si discosta in quanto emerge che, sovente, tali operazioni vengono effettuate tramite emissioni di obbligazioni volte, così, a superare il vacuum legislativo. Correlato a ciò emerge che nell'ordinamento interno, causa in primis del divieto di riserva di attività bancaria, si continuano a preferire meccanismi maggiormente delineati quali ad esempio la cartolarizzazione dei crediti.

Passando ad esaminare gli aspetti positivi, si elenca in primo luogo una maggiore celerità nel gestire il *distressed*. Il modello, basandosi su una puntigliosa analisi delle imprese basata anche su attività di *due diligence*, consente di colmare il *gap* informativo esistente tra banca e cliente apportando delle professionalità altamente specializzate che spesso le banche non detengono. Vantaggio principale però dovrebbe essere riscontrato dalle banche che hanno la possibilità di attuare la *derecognition* dei loro bilanci, cedendo le esposizioni *non performing* al fondo sottoscrivendo quale contropartita quote del fondo.

3 I fondi all'opera: Acque minerali d'Italia

Il modello di fondo prescelto per analizzare l'implicazione pratica è Clessidra Restructuring Funds. Esso è intervenuta per sostenere Acque Minerali d'Italia, un'azienda in difficoltà finanziarie, attraverso un'importante iniezione di liquidità di 50 milioni di euro. Questa operazione rappresenta un esempio concreto di come i fondi di ristrutturazione possano essere utilizzati come strumento di risoluzione per le imprese in crisi. La crisi finanziaria che ha colpito la Società era dovuta in gran parte alla sua difficile situazione debitoria; essa era, infatti, gravemente indebitata e non disponeva delle risorse necessarie per finanziare le proprie attività. In questo contesto, l'intervento di Clessidra ha rappresentato un'importante boccata d'ossigeno per l'azienda, fornendole le risorse necessarie per affrontare la propria situazione finanziaria. Grazie alla sua esperienza e alla sua competenza nel settore del *private equity*, Clessidra è stata in grado di valutare la sua effettiva situazione e fornirle le risorse necessarie per implementare un piano di ristrutturazione efficace. In questo modo, Clessidra ha consentito alla Società di ristrutturare la propria attività, ridurre il proprio indebitamento e rafforzare la propria posizione sul mercato. Di seguito verrà analizzata l'operazione chiarendone le particolarità e tipologia.

La Società⁵⁴¹, attiva nel campo dell'imbottigliamento, estrazione e commercializzazione di acqua e bibite, il 3 marzo 2020 deposita il ricorso⁵⁴² con il quale ha proposto domanda di ammissione al concordato preventivo.⁵⁴³ La Società è stata oggetto di una crisi finanziaria dovuta principalmente alla sua difficile situazione debitoria. Aveva accumulato un elevato livello di indebitamento a causa di una strategia di espansione aggressiva basata sull'acquisizione di nuovi marchi e la diversificazione del proprio portafoglio prodotti. Tuttavia, questa strategia ha comportato un elevato dispendio di risorse finanziarie e ha messo sotto pressione la gestione del debito dell'azienda. In particolare, ha iniziato a incontrare difficoltà nel ripagare i propri debiti e ad affrontare le proprie scadenze di pagamento, in un contesto di crescente pressione sui margini di profitto del settore. Inoltre, l'azienda ha subito una forte concorrenza da parte di altri operatori del settore, con la conseguente riduzione dei propri margini di profitto e la perdita di quote di mercato⁵⁴⁴. Questa situazione ha portato ad un peggioramento della situazione finanziaria dell'azienda, che si è trovata in una difficile situazione di equilibrio tra entrate e uscite⁵⁴⁵.

Accennato brevemente alle cause della crisi, si riprende la trattazione dalla necessità di risorse finanziarie espresse nel piano concordatario. Per finanziarsi, la società ha ritenuto di intraprendere una manovra finanziaria che ha prevede l'ingresso nel capitale

⁵⁴¹ Holding controllante: (i) Norda, (ii) Gaudianello e Sangemini. Tutte le società fanno capo alla famiglia Pessina.

⁵⁴² Più nello specifico è stato depositato ricorso ex art. 161 co.6 il quale prevede che l'imprenditore possa depositare il ricorso di concordato, con riserva di presentare la proposta di concordato preventivo, il relativo piano e l'ulteriore documentazione prevista, nei termini, compresi tra i 60 e i 120 giorni, prorogabili di altri 60, fissati dal Tribunale. Per approfondimento: Tribunale di Milano- Sezione fallimentare, Concordato n. 29-2020; <https://www.brocardi.it/legge-fallimentare/titolo-iii/capo-i/art161.html>.

⁵⁴³ Per approfondimento: Tribunale di Milano- Sezione fallimentare, Concordato n. 29-2020.

⁵⁴⁴ Nella relazione, ex art. 161 co2 lett. a) l.f., redatta dalla dott.ssa Manuela Giorgietti si riportano tre fattori di criticità che hanno fatto scaturire la situazione di crisi. Si riportano di seguito: (i) minore crescita dei ricavi di vendita, (ii) minore marginalità operativa e (iii) peggioramento delle condizioni di incasso da parte dei clienti. Per Per approfondimento: Tribunale di Milano- Sezione fallimentare, Concordato n. 29-2020.

⁵⁴⁵ Acque Minerali d'Italia hanno riportato nel 2019 ricavi netti consolidati pari a 102,5 milioni di euro, un ebitda negativo di 1,9 milioni e una perdita netta di 76 milioni di euro. Nel 2020, il dato preliminare dei ricavi netti è di 55,4 milioni di euro, con un ebitda negativo di 3,6 milioni e una perdita netta di 35 milioni. Tuttavia, il piano industriale presentato prevede un significativo miglioramento della situazione finanziaria, con un ritorno all'ebitda positivo nel 2021 e al risultato netto positivo nel 2024. Si prevede infatti un incremento dei ricavi a 106,3 milioni di euro, un ebitda di 17,3 milioni e un utile di 7,1 milioni a fine piano nel 2024. Per approfondimento: BEBEEZ, *Acque Minerali d'Italia ammessa al concordato in continuità. Via libera al salvataggio da parte di Magnetar e Clessidra*, 2021 in <https://bebeez.it/crisi-rilanci/acque-minerali-ditalia-ammessa-al-concordato-in-continuita-via-libera-al-salvataggio-da-parte-di-magnetar-e-clessidra/>.

da parte di: Clessidra Restructuring Fund, Magnetar Structured Credi Fund L.P., Magnetar Constellation Fund II Ltd, Magnetar Constellation Master Fund Ltd e Magnetar Loghorn Fund LP.

La particolarità dell'operazione consiste nello stanziarsi all'interno di un piano concordatario in continuità nonché per la modalità di gestione e rilascio della liquidità. In ragione di quanto sopra, infatti, l'operazione consiste nell'acquisizione da parte dei fondi investitori di una partecipazione pari all'80% del capitale tramite sottoscrizione di un aumento di capitale⁵⁴⁶, complessivamente, per 48.500.000 euro. Oltre all'accesso nella governance societaria, gli investitori hanno sottoscritto il suddetto aumento di capitale che verrà offerto agli investitori. Le relative azioni sono suddivise in 3 differenti categorie, una assegnata a Clessidra, una ai fondi Magnetar e la restante al socio rimanente.

In particolare, Clessidra sottoscriverà l'aumento di capitale per cassa per 15 milioni di euro, mentre “*Magnetar*” sottoscriverà l'aumento per 35 milioni di euro⁵⁴⁷. In aggiunta a tali interventi, il piano concordatario prevedeva anche l'acquisto pro soluto da parte di Clessidra dei crediti di natura chirografaria vantati da Banca Mps e/o BPER Banca nei confronti di Acque Minerali d'Italia. Inoltre, i creditori privilegiati e l'esposizione verso Invitalia sarebbero stati ripagati al 100%, con il debito da 15,8 milioni di euro verso Invitalia che sarebbe stato riscadenzato. Nel complesso, su un debito complessivo a fine dicembre di 187,5 milioni di euro, verranno rimborsati 64,4 milioni di euro, di cui 55 milioni di euro sono debiti verso le banche⁵⁴⁸.

Riassumendo quanto finora esaminato, l'operazione in oggetto rappresenta un caso di studio affascinante che incarna le caratteristiche distintive del modello di operatività dei fondi di ristrutturazione. Oltre alla classica iniezione di liquidità associata ai fondi di equity, si è verificato anche un ingresso strategico dei fondi all'interno della

⁵⁴⁶ Tale aumento verrà deliberato dalla società entro 30 giorni dall'omologa del concordato. Per approfondimento: Tribunale di Milano- Sezione fallimentare, Concordato n. 29-2020 p. 7

⁵⁴⁷ Per approfondimento: V. MAGRI, *Clessidra e Magnetar salvano Acque Minerali d'Italia, con un'iniezione di 50 mln euro, 2022* in <https://bebeez.it/crisi-rilanci/clessidra-e-magnetar-salvano-acque-minerali-ditalia-con-uniniezione-di-50-mln-euro/>

⁵⁴⁸ Per approfondimento: BEBEEZ, *Acque Minerali d'Italia ammessa al concordato in continuità. Via libera al salvataggio da parte di Magnetar e Clessidra, 2021* in <https://bebeez.it/crisi-rilanci/acque-minerali-ditalia-ammessa-al-concordato-in-continuita-via-libera-al-salvataggio-da-parte-di-magnetar-e-clessidra/>

società. Grazie alla loro esperienza e competenza nel settore finanziario, questi fondi hanno implementato una gestione mirata e oculata, finalizzata al recupero finanziario dell'azienda e al suo ritorno ad uno stato di salute economico ottimale. Tale approccio ha dimostrato l'importanza di una gestione finanziaria accurata, basata su analisi approfondite e decisioni strategicamente ponderate, per il raggiungimento del successo aziendale e del ripristino della solidità finanziaria

4 Rilievi conclusivi

Dalle analisi normative, dallo studio di casi e dal caso pratico precedentemente esaminato, emerge chiaramente che lo sviluppo di un mercato efficiente per la gestione attiva delle posizioni di credito in deterioramento è strettamente correlato all'evoluzione delle normative. Da un lato, queste normative hanno favorito l'intervento di investitori specializzati, mentre dall'altro hanno spinto le banche a ridurre i livelli di tali crediti. Attualmente, il problema si sta spostando verso una prospettiva diversa, poiché l'attenzione si sta concentrando non più solo sulle banche, ma anche sulle imprese in crisi. Si stanno adottando strategie innovative per rifinanziare tali imprese e porre una maggiore attenzione sui crediti in deterioramento che le riguardano.

A partire dal caso studio e dall'analisi condotta, emerge che l'intervento professionale in contesti di squilibrio finanziario, in cui si generano crediti non performanti (NPL) e posizioni inesigibili (Utp), può contribuire in modo efficiente al recupero di tali posizioni, sostenendo l'identificazione di tali operatori con figure che agiscono in modo costruttivo piuttosto che come speculatori senza scrupoli. La prospettiva di intervento di tali fondi non è di natura speculativa, ma mira a ripristinare il valore dell'impresa. Come evidenziato, gli studi che si concentrano su questa particolare tipologia di fondi sono stati esigui in Italia. La ricerca condotta ha sottolineato, sia a livello normativo che attraverso le testimonianze di professionisti del settore, come il problema dell'inadeguatezza regolamentare si stia progressivamente superando. Ciò è possibile grazie ad un'evoluzione normativa che ha creato le basi per la gestione delle posizioni di credito deteriorato, facilitando l'operatività di investitori specializzati e

professionisti della gestione. Tuttavia, la struttura finanziaria delle aziende italiane rimane parzialmente problematica e le difficoltà si accentuano in termini di *governance*⁵⁴⁹.

L'analisi della riflessione teorica, alla luce dei risultati emersi nel corso dell'intero elaborato, evidenzia come, lo scenario si stia potenzialmente trasformando, aprendo la strada al superamento di molteplici ostacoli. Infatti, si è osservato l'affermarsi di un mercato significativo, sia in termini di volumi di transazioni che di numero di operatori attivi.

Le possibilità di crescita della finanza di mercato in Italia dipendono in larga misura dall'aumento del numero e delle dimensioni delle imprese in grado di accedere a finanziamenti alternativi al credito bancario. Al giorno d'oggi, l'opzione di ricorrere direttamente ai mercati azionari e obbligazionari rappresenta una prospettiva realistica per le imprese più grandi e quelle che dispongono di una struttura finanziaria solida e sono disposte a sottoporsi alla valutazione di entità esterne, come analisti finanziari, azionisti di minoranza e agenzie di *rating*. Tuttavia, in Italia sono ancora poche le imprese che possiedono tali caratteristiche, a dimostrazione di ciò, ad esempio, si noti che solo circa 500 aziende italiane partecipano a un programma di Borsa Italiana⁵⁵⁰ volto a sostenere la crescita aziendale e migliorare la visibilità presso gli investitori.

Per le imprese di medie dimensioni che non sono ancora pronte ad accedere ai mercati regolamentati, i collocamenti privati di titoli di debito o capitale possono rappresentare una strada praticabile. Questi collocamenti consentono alle imprese di ridurre i costi di emissione e gli oneri legati alle informazioni richieste agli investitori,

⁵⁴⁹ A. DANOVI, *Op.cit.*, p.56.

⁵⁵⁰ Il programma ELITE, promosso dalla Borsa Italiana, è stato creato con l'obiettivo di fornire supporto e accompagnare la crescita delle imprese, migliorarne la visibilità, creare opportunità di business e agevolare l'accesso a strumenti di finanziamento alternativi. Lanciato nell'aprile 2012, il programma ha accolto oltre 2000 imprese di eccellenza provenienti da tutto il mondo, all'interno di un ecosistema inclusivo mirato a favorire una crescita sostenibile. L'obiettivo principale di ELITE è colmare il divario tra i mercati privati e quelli pubblici, consentendo alle imprese di beneficiare delle opportunità offerte dalla finanza di mercato. Questo programma offre alle aziende selezionate una serie di strumenti, servizi e formazione specifica per supportarle nel raggiungimento dei loro obiettivi di crescita e nello sviluppo delle competenze necessarie per gestire con successo l'accesso ai mercati finanziari. Inoltre, ELITE offre una piattaforma di networking e collaborazione tra le imprese stesse, creando un ambiente favorevole per lo scambio di esperienze e l'identificazione di sinergie commerciali. L'ecosistema ELITE si propone quindi di favorire una crescita sostenibile delle imprese, contribuendo al loro sviluppo e alla loro capacità di competere a livello internazionale. Per approfondimento: COINFUNDIRUSTRIA, *Comunicazione* in <https://www.confindustriabergamo.it/comunicazioni/news?id=163374>; SOLE24ORE, in <https://lab24.ilsole24ore.com/leader-della-crescita-2023>.

aumentando così la disponibilità di finanziamenti a medio e lungo termine. Tuttavia, è importante considerare i rischi associati al debito non bancario, come l'illiquidità degli attivi e la possibilità di arbitraggi regolamentari. In Italia, tali rischi sono contenuti grazie alla presenza di presidi prudenziali specifici per i prestiti erogati dalle compagnie di assicurazione e i fondi di debito⁵⁵¹. I fondi di debito, in particolare, sono soggetti all'obbligo di costituirsi in forma chiusa e sono vincolati da limiti sull'indebitamento e sulla concentrazione del rischio, conformemente alle raccomandazioni delle autorità regolamentari internazionali.

Le recenti iniziative dell'industria finanziaria europea relative al *private debt*, finalizzate a produrre documentazioni standard adattate ai diversi ordinamenti giuridici nazionali, sono indirizzate in modo appropriato verso i collocamenti privati di titoli. È inoltre importante promuovere lo sviluppo di intermediari specializzati nel collocamento e nella sottoscrizione di titoli delle imprese, garantendo adeguati meccanismi di contenimento dei rischi⁵⁵². Tuttavia, per le imprese minori, le alternative al credito bancario non sono sempre praticabili a causa dei costi di accesso elevati. Le barriere all'ingresso includono i costi per ottenere un *rating*, la diffusione di informazioni standardizzate agli investitori, la scarsità di garanzie e i costi per acquisire le competenze legali, fiscali e finanziarie necessarie. Pertanto, il credito bancario rimane la principale forma di finanziamento esterno per queste.

Nel contesto attuale, le vulnerabilità emerse durante la lunga fase di crisi e le nuove misure regolamentari sul trattamento dei crediti deteriorati possono rendere più difficile il ricorso al credito bancario anche per le piccole aziende. Per valutare il merito di credito di queste imprese, le banche potranno fare uso, nella misura del possibile, delle tecnologie digitali in rapido sviluppo, che hanno aperto il mercato del credito e dei servizi finanziari alla concorrenza di nuovi operatori non bancari. Al momento, questi operatori hanno dimensioni ridotte in Europa e in Italia, ma in futuro potrebbero rafforzare l'offerta

⁵⁵¹ Per approfondimento: I. VISCO, *La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive* in Sesta conferenza: The Italian Corporate Bond Market: What's Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies? In <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2019/Visco-13.02.2019.pdf>.

⁵⁵² Per approfondimento: I. VISCO, *Op.cit.* In <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2019/Visco-13.02.2019.pdf>.

di finanziamenti alle imprese, complementari a quelli bancari, e promuovere l'adozione di strumenti e prassi di mercato innovativi⁵⁵³.

In conclusione, sono state adottate numerose iniziative a livello nazionale e comunitario per lo sviluppo della finanza di mercato. Tuttavia, è importante valutare l'efficacia di tali misure e considerare la possibilità di una loro razionalizzazione. È fondamentale garantire agli investitori e alle imprese una stabilità del quadro normativo e degli interventi, al fine di ridurre l'incertezza e i suoi effetti negativi sulle decisioni di investimento e finanziamento.

⁵⁵³ Per approfondimento: I. VISCO, *Op.cit* In <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2019/Visco-13.02.2019.pdf>.

CONCLUSIONE

La ricerca appena completata ha approfondito il ruolo dei vari soggetti coinvolti e le metodologie attuabili nella gestione dei crediti "problematici" sorti in seguito a una crisi aziendale, partendo dalla necessità delle banche di cederli e arrivando alla trasformazione di tali crediti in strumenti finanziari che offrono rendimenti sia alle banche cedenti che opportunità di finanziamento alternativo per l'impresa che li ha "originati".

L'analisi ha messo in luce l'importanza di affrontare con efficacia la gestione delle poste deteriorate, poiché rappresentano una sfida per le banche e per le imprese coinvolte. La cessione dei crediti problematici consente alle banche di alleggerire i propri bilanci e di concentrarsi sulle proprie attività principali, mentre per le imprese che originano tali crediti offre la possibilità di ottenere un finanziamento alternativo per sostenere la propria attività e superare la crisi.

La trasformazione di questi crediti in strumenti finanziari rappresenta un'opportunità interessante sia per le banche che per le imprese.

Per le banche cedenti, questa operazione consente di convertire gli *asset* problematici in strumenti finanziari che possono essere venduti o negoziati sul mercato, generando così rendimenti e riducendo il rischio associato a tali crediti.

Per le imprese coinvolte questa trasformazione offre l'opportunità di accedere a nuove fonti di finanziamento attraverso la vendita o la cartolarizzazione di tali crediti, consentendo loro di ottenere liquidità per sostenere le proprie attività e avviare un processo di ripresa. L'approfondimento condotto nello studio evidenzia come la gestione dei crediti problematici possa offrire una soluzione *win-win* sia per le banche che per le imprese coinvolte. Tuttavia, è importante sottolineare che questa trasformazione richiede un'adeguata valutazione dei crediti e un'attenta pianificazione per garantire il successo del processo. Inoltre, la collaborazione tra le banche e le imprese durante tutto il processo di gestione dei crediti problematici risulta fondamentale per massimizzare i benefici per entrambe le parti coinvolte. Lo studio ha approfondito le diverse fasi della gestione dei crediti problematici, dimostrando come la trasformazione di tali crediti in strumenti finanziari possa offrire opportunità sia per le banche che per le imprese coinvolte. La corretta gestione di questi crediti può contribuire a migliorare la stabilità finanziaria delle

banche e fornire alle imprese una via alternativa di finanziamento per superare la crisi e avviare un percorso di ripresa.

L'efficienza delle strategie di ristrutturazione aziendale è strettamente legata alla causa contingente che ha determinato il declino dell'impresa. È fondamentale effettuare una distinzione più accurata delle possibili cause, al fine di sviluppare strategie specifiche che si adattino alle peculiarità distintive dell'impresa stessa e al contesto competitivo in cui opera. Questa approfondita analisi delle cause sottostanti può fornire una base solida per l'elaborazione di interventi mirati e appropriati. Inoltre, è interessante considerare l'importanza di testare l'efficacia delle strategie di ristrutturazione al di fuori del contesto occidentale. Esplorare come queste strategie si applicano in diversi contesti culturali può fornire preziose informazioni sulle relazioni tra i modelli culturali e le strategie di turnaround. Potrebbe emergere che le strategie di ristrutturazione di successo possono variare a seconda del contesto culturale in cui sono adottate, evidenziando l'importanza di considerare le peculiarità culturali e le dinamiche locali nella pianificazione delle strategie di ristrutturazione aziendale.

Giunti a questo punto è quantomeno necessario evidenziare alcune fondamentali considerazioni.

In primo luogo, i crediti che in Italia definiamo “Utp”, e che più propriamente le previsioni di Banca d'Italia chiamano “Inadempienze Probabili”, rientrano a tutti gli effetti, secondo la disciplina euro-nazionale, tra le “*Non Performing Exposures*” assoggettate alle regole del *Calendar Provisioning*, le quali prevedono, come è stato lungamente approfondito, svalutazioni e appostamenti a riserva difficilmente compatibili con lo stock di “Utp” di titolarità del ceto bancario italiano, stimato in oltre 40 miliardi di euro. Volumi di queste dimensioni non possono che, in mancanza di una gestione proattiva (per la quale non va ad intendersi la mera rimodulazione delle linee di credito), deteriorarsi ulteriormente e in maniera esponenziale rientrando nella più negativa categoria delle “Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti Deteriorate” ovvero, eventualmente, in quella delle “Sofferenze”. Questo aspetto è ritenuto preoccupante dal legislatore europeo che, al fine di evitare che il sistema bancario non abbia più modo di detenere in pancia questa particolare categoria di crediti dovendo cederli a condizioni dannose sia per la banca che per il soggetto ceduto, sta provvedendo ad ampliare le possibilità operative

delle società veicolo di cartolarizzazione. In particolare, il legislatore si è concentrato sulle attività che il fondo d'investimento può avviare in modo da gestire in un'ottica di recupero, e non di liquidazione, finanziamenti concessi a controparti che sono soggette a situazioni di crisi temporanea, dovuti ad andamenti negativi dell'economia o del settore in cui operano, prospettando il ritorno in bonis attraverso la revisione o l'ampliamento delle linee finanziarie o la riduzione della leva finanziaria mediante aumenti di capitale. È evidente che le difficoltà intrinseche ad ogni tipologia di debitore possono essere superate esclusivamente attraverso una progettazione specifica di risanamento che incorpori operazioni di ristrutturazione per la posizione debitoria ed eventualmente preveda concessione di nuova finanza. Le competenze per avviare processi di questo tipo sono le più eterogenee, essendo la categoria delle "Inadempienze Probabili" un calderone in cui si trovano situazioni creditorie enormemente diverse. È dunque abbastanza evidente, causa la relativa genericità delle condizioni sottostanti alla classificazione ad Utp, che all'interno della categoria si ritroveranno crediti di taglio estremamente diverso, che hanno raggiunto tale classificazione in tempi differenti, relativi a debitori riconducibili a soggetti diversi, consumatori o aziende, che operano all'interno di settori economici tra loro non omogenei, caratterizzati da garanzie di diverso valore ed escutibilità, con il debitore collocato in zone o territori segnati diversamente dalla crisi e con diverse probabilità di recupero. Queste e molti altri aspetti concorrono a rendere necessaria l'implementazione di modelli gestori decisamente difforni e modellati alla singola fattispecie di cui si tratta. La conseguenza, figlia anche del bisogno di ottimizzare le capacità dei gestori, sarà la creazione di fondi d'investimento sempre più e specifici al costo di perderci in termini diversificazione ma guadagnarci in ottica di amministrazione delle singole posizioni debitorie. A titolo esemplificativo si possono immaginare fondi ad apporto specializzati in crediti Utp con sottostante crediti garantiti da *real estate* affiancati da società specializzate in vendita immobiliare e valorizzazione degli *asset*, si possono immaginare fondi che acquistano solo crediti derivanti da contratti di *leasing*, o ancora, fondi che investono in crediti Utp vantati nei confronti della pubblica amministrazione in cui il fattore principale per strutturare processi di recupero è il tempo, o infine, se non bastasse, fondi d'investimento che investono in crediti Utp di piccolo taglio per cui la gestione non può essere integralmente "personalizzata" e si deve ricorrere a modelli di stampo statistico e probabilistico. Dal lato dell'investitore e della società di gestione del

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

Come dice Einstein "*La crisi è l'occasione propizia per apportare grandi cambiamenti e rinnovare sé stessi*", assume particolare rilevanza nel contesto del Nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza. Questo codice rappresenta un'opportunità per affrontare in modo più efficace e strutturato le situazioni di crisi aziendale, aprendo la strada a una rinnovata prospettiva di gestione e recupero delle imprese in difficoltà. La crisi di un'azienda può fungere da stimolo per adottare misure correttive e intraprendere una profonda trasformazione. Il Nuovo Codice, attraverso l'introduzione dei fondi di ristrutturazione e di altre disposizioni normative innovative, offre strumenti e incentivi per affrontare le difficoltà finanziarie e organizzative delle imprese. Nel contesto di questa prospettiva di cambiamento, si fornisce l'opportunità di adottare soluzioni innovative e di adattarsi alle nuove sfide del mercato. Questo può includere la ridefinizione della struttura societaria, l'adozione di nuove strategie di *business*, l'implementazione di processi di ristrutturazione o anche l'individuazione di nuovi modelli di gestione.

L'obiettivo del Nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza è quello di promuovere il superamento delle crisi aziendali e di favorire il recupero delle imprese, consentendo loro di rinnovarsi e di adattarsi alle nuove condizioni di mercato. In questo senso, la frase di Einstein sottolinea l'importanza di cogliere le opportunità che la crisi può offrire per apportare cambiamenti significativi e per rinnovare l'impresa stessa, adattandola alle nuove esigenze e alle sfide dell'ambiente circostante.

Tuttavia, è importante notare che il successo di tale processo di rinnovamento e trasformazione dipenderà dalla capacità delle imprese di adottare strategie adeguate, di valutare le opportunità offerte dal codice e di implementare misure di ristrutturazione efficaci sfruttando, anche, la possibilità di avere accesso a forme di finanziamento alternativi.

La frase di Einstein ci invita quindi a considerare la crisi come un'opportunità di cambiamento positivo, ma richiede anche un impegno attivo e una gestione oculata delle risorse per ottenere i risultati desiderati.

BIBLIOGRAFIA

DOTTRINA

AA.VV.

1. *D.l. n. 118/21. La composizione negoziata della crisi di impresa*, (a cura di) M. ANNETTA in *Diritto Commerciale*, Milano 2022.

A

2. ACCETTELLA F., *L'Accordo di Basilea III* in *Banca Borsa e Titoli di credito*, n. 4, Milano, 2013.
3. ALPA G., GAGGERO P., *Commento sub art. 121 tub*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria*, (a cura di) F. CAPRIGLIONE, Milano, 2018.
4. ALTMAN E., BENHENNI M., *The anatomy of distressed debt markets; The Annual review of Financial Economics*, New Jersey, 2019
5. ALTMAN I.E., HOTCHKISS E., *Corporate financial distress and Bankruptcy*, III ediz., Wiley Finance, Hoboken, New Jersey, 2006.
6. ANNUNZIATA F, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). Fattispecie e forme*, Torino, 2017.
7. ANNUNZIATA F, *La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni di investimento*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, (a cura di) F. CAPRIGLIONE, Padova, 2015.
8. ARDIZZONE L., *Il rapporto tra soci gestori e soci investitori nelle Sicaf*, in *Riv. Soc.*, 2016.
9. ARGENTI J., *Corporate Collapse: The Causes and Symptoms*, London, 1976.
10. AURELI G., *Crisi e declino d'impresa*, Milano, 2014.

B

11. BARBAGALLO C., *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive in Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale*, 2/2019.

12. BARBAGALLO C., *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Roma, 2017;
13. BERG M., *Verwaltung von Investment-Sondervermögen im deutschen und europäischen Umsatzsteuerrecht*, Köln, Verlag (diretto da) O. SCHMIDT, vol. 27, Berlino, 2012;
14. BERTOLI G., *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Milano, 2000.
15. BIASIN C., SCIUTO F., *Il fondo di credito diretto ("direct lending fund")*, in BBTC, Milano, 2016.
16. BIELECKI T., RUTOWSKI M., *Credit Risk: modeling, valuation and hedging*, Springer, 2002.
17. BOCCHIALINI E., *Fondi pensione e investimenti immobiliari*, Milano, 2013.
18. BORSARI L., *Codice di commercio del regno di Italia con annotazioni di parte II*, Torino, 1868.
19. BRODI C., *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 440, 2018.

C

20. CAGNASSO O. IRREA M. *Il nuovo diritto delle società* (coordinata da) G GELOSA 2013 numero 19.
21. CARNEVALE MAFFE C.A., VISCONTI F., *La rinascita delle imprese. Strategie e processi di risanamento e di rilancio*, Torino 2018.
22. CAROTA L., *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002.
23. CARPIGLIONE F., *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in Contratto e impresa, Torino, 2018.
24. CESARINI F., GUALTIERI P., *fondi comuni di investimento*, Milano, 2006
25. CIRILLO A., *La valutazione probabilistica del rischio di credito*, Roma, 2005.
26. COMOLI M, *The impact of the new Italian Early Warning System Provided by the IC-Code on family SMEs governance Corporate Ownership and Control*, volume 16, Torino, 2019
27. COMUZZI P., TASCA R., ZAMBELLI S., *The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends in Structured finance: Techniques, Products and Market.*, 2005.

28. CONNEAU T., *Les fonds communs de placement*, in ROTC, 1991.
29. CORTESI A., MANCINI C., TETTAMANZI P., *Contabilità e bilancio*, 2017
30. COSTI V., *Il disegno di legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, 2000.
31. COTUGNO M., *Gestione e valutazione dei Non Performing Loans*, Milano, 2018

D

32. D'ATTORRE G., *I principi generali del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (a cura di) L. SIMONE, M. FABIANI e S. LEUZZI studi sull'avvio del codice della crisi Milano 2020
33. D'ATTORRE, G. *I principi generali del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* Milano 2020
34. D'AURIA C., CHIEFALO F., *le nuove definizioni di credito deteriorato*, Torino, 2015.
35. D'AVENI R.A., *Hypercompetition: Managing the Dynamics of Strategic Maneuvering*, Londra, 1994
36. DAMILANO M., *La securitisation dei crediti*, Torino, 1999
37. DE ANGELIS L., *Le nuove regole contabili degli NPL, Non Performing Loans NPL*, in Fondazione Nazionale Commercialisti, 2019, p. 36.
38. DE VINCENTIIS P., *Il volto meno noto del terremoto subprime: analisi della crisi di liquidità nel mercato interbancario*, in Banca Finanza, 2009
39. DEHIO A., *Das Sondervermögen des Investmentgesetzes – Ein Trust? Ein Vergleich der Grundlagen des deutschen und US-amerikanischen Investmentrechts*, Schriften zum Banken- und Kapitalmarktrecht, Band 8, Amburgo, 2016;
40. DI MARZIO F., *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Commentato e aggiornato, Torino 2022.

E

41. ENTORUZZO M., *La disciplina regolamentare in materia di fondi pensione*, in Riv. soc., 1997

F

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

43. E. GUFFANTI, P. SANNA, *La nuova disciplina dei fondi di credito*. Le società 8-9/2017.
44. F. J. FABOZZI & M. CHOUDHRY, *the Handbook of Structured Finance*, 2011;
45. F.J FABOZZI, *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, 2008.
46. FABI F., REEDTZ P.M., *The impact of Basel II on the Italian corporate sector and on Italian banks*, in *Atti Del Convegno, risk and stability in the financial system: what role for regulators, management and market discipline?* Università Commerciale L. Bocconi, Milano.
47. FABIANI M., *Diritto Fallimentare*, Milano 2011
48. FAZZINI M., ABRIANI N., *Affrontare, gestire e risolvere le crisi di impresa*, Assago, 2011
49. FERRARA F JR, BORGIOI A., *Il Fallimento*, Milano, 1995
50. Ferrarini G., “La riforma dei mercati finanziari e il testo unico” in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al testo unico della finanza a cura di Ferrarini e Marchetti*, Roma, 1998
51. FERRO M, *La sopravvivenza della legge fallimentare al Coronavirus: il limbo della giustizia concorsuale dopo il D.L. 23/2020*, in *Quotidiano giuridico*, 2020
52. FERRO M., *Codice della Crisi differito al 1° settembre 2021, fallimenti sospesi fino al 30 giugno 2020 e immediato cordone societario*, in *Quotidiano Giuridico*, 2020.
53. FISHER E, DEMPSEY G.D., *Distressed Debt Analysis: Strategies for Speculative Investor*, Londra 2004.
54. FORESTIERI G., MOTTURA P., *Il sistema finanziario*, Milano, 2013

G

55. GALGANO F., *Lex mercatoria*, 2001, Milano p. 78.
56. GENTILI M.P., NAVA O., *Gestori del risparmio: regole essenziali. Sgr, Sim, Sicav, fiduciarie, banche specialistiche e reti di vendita*, Milano, 2006
57. GIANESINI N., *Il rischio penale*, 2016 Torino, p. 18.
58. GILSON S. G., *Creating Value Through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*, New York, 2010

59. GIORDA G., DIDONNA F., *Cartolarizzazione dei crediti: principi e tecniche*, Torino, 2017
60. GOLDSCHMIDT J, *Storia universale del diritto commerciale* (tr. it.), Torino, 1913,
61. GRANIERI, RENDA, *Innovation law and policy in the European Union. Towards Horizon*, 2020.
62. GUARINO A., *Storia del diritto romano*, 1998, Milano, p 34 e ss.
63. GUATRI L., *Un'interpretazione del concetto di crisi aziendale*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, Vol. 1, Torino 1995;
64. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002.
65. GUFFANTI E., SANNA P., *I fondi di credito Le Società* 7/2016

J

66. JONES S.A. ,MORET L.M., J.M. STOREY, *The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies*, in *Delaware Journal Corp. Law*, vol. 13, n. 2, 1988, New York.

K

H

67. HSU J., KENNEY N., *Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973*, working paper of University of Pennsylvania, 2004

I

68. IANNOTTA G, LEUCI L., ORIANI M., *Laboratorio Di Analisi Monetaria Osservatorio Monetario* n. 2/2015
69. INZITARI B, *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di stato nella BRRD e nella comunicazione sul settore bancario* 2013 Commissione europea, in *Banca, Borsa e tit. Cred.*, 2016.
70. KAUNE C.R., OULDS M.R., *Das neue Investmentgesetz*, in *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 2004, vol. 16, n. 2, Berlino, 2016.
71. KLEIN P., MOSSINGER C., PFINGSTEIN A. *Transparency as a Remedy for Agency Problems in Securitization? The Case of ECB's Loan-Level Reporting Initiative*; *Journal of Financial Intermediation*, 2020.
72. KLETT J.M., *Die Trust-Struktur im Vertragsmodell des Investmentsrechts*, Berlino, 2016.

L

73. LA TORRE M., *Securitisation e banche La titolarizzazione degli attivi bancari: tecniche operative, quadro normativo e riflessi gestionali*, Milano, 1995 p. 17 e ss.;
74. LARIMORE T., LINDAUER M., LEBOUÏ M., *the Bogleheads' Guide to Investing*.
75. LATTES A., *Il diritto commerciale nella legislazione statutaria delle città italiane*, Milano 1884
76. LEMMA V. *I fondi NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?* 2019, Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia.
77. LEWIS M., *The Big Short* 2010 W. W. Norton & Company; The Economist, *The humbling of the West* 2008
78. LIBONATI B., *Holding e investment trust*, Milano, 1959.
79. LIBONATI B., *Holding e investment trust, Opere monografiche Volume I*, Torino, 2014.
80. LUZZI P., *La cartolarizzazione. Commento alla Legge n. 130/99*, C. PISANTI (a cura di), Torino, 2005.

M

81. MANDICO M., *Cessione del credito bancario deteriorato e tutela del debitore*, Santarcangelo di Romagna, 2023,.
82. MAUGERI M.R., *Art. 121. Definizioni*, in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, (a cura di) C. COSTA, Torino, 2013, p. 1416 e ss.
83. MAGGIOLO M., *Servizi ed attività d'investimento*, in *Trattato di Diritto Civile e Commerciale* (diretto da) A. CICU, F. Milano 2015.
84. MALINCONICO A., PARENTE F., *Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce*, in *Bancaria*, n.5, 2017
85. MARCIANO A., BRUNO A., *Cartolarizzazione di crediti: strumenti di finanza strutturata a sostegno del credito bancario*, Milano, 2006.
86. MARIANI G., *Dalla crisi alla creazione di valore: il processo di turnaround*, Milano, 2012
87. MASSARI L., *Discorso per l'istallazione in Ferrara del Tribunale del Commercio e per l'inaugurazione del Codice Mercantile*, Padova.

88. MAZZARELLA F., *Autonomia negoziale e crisi di impresa*, (a cura di) F. di MARZIO, F. MARINO in *Il diritto della banca e della borsa, studi e dibattiti*, 49, Torino, 2010, p 174 e ss.
89. MAZZUCCA M., *Cartolarizzazioni bancarie in Italia*, 2015, Torino, p. 183.
90. MORBIDELLI G., *la cultura negli anni 30'* in *Collana Fondazione Cesifin percorsi e prospettive*, 2014 p.30 e ss.

N

91. NATALE M., *Diritto dei mercanti*, 2012, Roma
92. NATOLI R., *L'escussione stragiudiziale accelerata delle garanzie reali nella proposta di direttiva sui crediti deteriorati (NPL)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, Suppl. n. 2, II.
93. NESVOLD P.H., ANAPOLSKY J.M., LAJOUX A.R., *The art of distressed M&A*, New York, 2011
94. NICKEL C., *Der VERTRIEB von Investmentanteilen nach dem Investmentgesetz*, in *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, vol. 16, n. 3, Berlino, 2004.

O

95. OLIVIERI L, FARONI P *La ristrutturazione d'impresa attraverso gli strumenti della finanza agevolata*, in *Rivista delle Società*, 2019 N.3.

P

96. PACIOLI L. *Il fallimento: i presupposti ed il procedimento* in *La riforma del diritto fallimentare* Fondazione Roma
97. PADOA SCHIOPPA A., *Dal Code Napoléon al Codice civile del 1942*, in *Rivista di diritto civile*, 1993
98. PAHUJA A., VERMA R., *Corporate Restructuring: Creating Value for the Organizations*, New York, 2015.
99. PAOLINI A., *Fondi comuni immobiliari, SGR e trascrizione*, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n 90-2012/I.
100. PARDOLESI R., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia, Commentario alla legge 130/99*, Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 196, Milano, 1999
101. PASCUZZI F., *La valutazione di mercato dei non performing loan*, Non Performing Loans, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019.

102. PASCUZZI F., *La valutazione di mercato dei non performing loan, Non Performing Loans*, Fondazione Nazionale dei commercialisti, p. 29.
103. PICCARI P.L., *Leggere il bilancio. Analisi della redditività e dei flussi finanziari*, Milano, 2009
104. PIETRA. E., *La disciplina giuridica dei fondi di investimento mobiliare in alcuni paesi europei*, in Banca borsa e tit. cred.,1983.
105. PISONI P., DEVALLE A., *Analisi finanziaria*, Milano, 2016
106. POLICARO P.G., *I fondi di credito: un'opportunità per le piccole-medie imprese, un rischio (regolamentato) per gli investitori/proprietari collettivi*, in Orizzonti del Diritto Commerciale, 2018.
107. PONTOLILLO V., *Commento all'art. 36, in Commentario al t.u. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, a cura di Alpa e Capriglione*, Padova, 1998.
108. PRESTI G.M.G., *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, in *Rivista Banca Impresa e Società*, 2023;
109. PROVINCIALI R., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano 1995

Q

R

110. RACUGNO G., *Gli indicatori della crisi di impresa*, in *Diritto fallimentare e delle società commerciali* Vol. 94, n. 6, Milano, 2019.
111. REINHART C.M., ROGOFF S., *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Il Saggiatore, 2010;
112. RESTI A., *Non-Performing Loans in the European Union. State of Art and Possible Policy Pools*. Banca Impresa Società, 2019
113. ROCCA G., ACCIARO G. *il concordato con continuità aziendale commissione crisi, ristrutturazione e risanamento di impresa* n 75
114. ROCCO A., *Il fallimento. Teoria generale e origine storica*, Milano, 1962
115. ROSENBERG H., *The Vulture Investors*, New York, 2000.
116. ROSSANO D, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, n. 1, II, 2016.
117. ROSSI F., *Le cause del crollo del 1987*, Torino, 2018.

118. ROUNDS C.E., DEHIO A., *Publicly-Traded Open End Mutual Funds in Common Law And Civil Law Jurisdictions: a Comparison of legal Structures*, Journal of Law & Business, New York, 2007

S

119. SANTARELLI U., *Mercanti e società tra mercanti*, Torino 1998, pag. 77

120. SAVIOLI G., *Crisi e risanamento dell'impresa: strumenti giuridici ed economici-aziendali*, Milano 2019

121. SCANO A.D., *Credit enhancement e riqualificazione della cessione dei crediti nell'ambito delle operazioni di asset securitization*, in Banca, Borsa, Titoli di Credito, 2006.

122. SCHÖNBUCHER P., *The pricing of credit risk and credit risk derivatives*, University of Bonn, Department of Statistics, 2000.

123. SCHWARCZ S.L., *Securitization, structured finance, and covered bonds*, in The Journal of Corporation Law, 2013, vol. n. 39.

124. SCIARELLI S., *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle PMI*, Padova, 1995

125. SCIUMÈ A., *Ricerche sul fallimento nel diritto moderno*, Milano, 1985

126. SHEIN J.B., *Reversing the slide, a strategic guide to turnarounds and corporate renewal*, NEW YORK, 2011.

127. SLATTER S., LOVETT D., *Corporate Turnaround, managing companies in distress*, Londra, 1999

128. SLATTER S., LOVETT D., *Corporate Turnaround*, Harmndsworth, Londra, 1999;

129. SPANO E., *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1999

T

U

V

130. VAN SETTEN L., BUSCH D., *Alternative investment funds in Europe, United Kindom* (a cura di) D.ROUCH, Oxford, 2014

131. VAN SETTEN L., D. BUSH, *Alternative Investment Funds in Europe: Law and Practice*, Oxford, 2014 p. 172 e ss.

Z

GIURISPRUDENZA

CORTE DI GIUSTIZIA

1. Corte Giust. CE, n. 295/97/1999,
2. Corte Giust. CE, n. 200/97/1998

CORTE COSTITUZIONALE

1. Corte Cost n.141/1970

CORTE DI CASSAZIONE

1. Cass. Civ., Sez I n. 10952/2015,
2. Cass. Civ., Sez. I, n. 29913/2015,
3. Cass. Civ., Sez. III,n. 30209/2017.
4. Cass. Civ., Sez I n. 16605/2010.
5. Cass. Civ., Sez. I, n.16605/2010.
6. Cass. Civ., Sez. III, n. 16605/2010
7. Cass. civ., SS. UU., n. 3947/2010.
8. Cass. civ., sez. III, n. 19736/2011;
9. Cass. civ., sez. III, n. 10998/2011.

CONSIGLIO DI STATO

1. Parere Consiglio di Stato n 680/1999

TRIBUNALI

1. Trib. Milano, n. 2769/2019

FONTI PRIMARIE

1. Direttiva 2011/61/UE
2. Direttiva (UE) 2019/1023
3. Direttiva 2011/83/UE
4. Direttiva 2013/36/UE
5. REGOLAMENTO (UE) 2067/2021
6. Regolamento (UE) 2402/2021
7. Regolamento (UE) 557/2021
8. Regolamento (UE) 558/2021.
9. Regolamento 873/2020
10. Regolamento (UE) n. 575/2013
11. Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento
12. L.n.130/1990
13. D.lgs. n. 5/2006122
14. D.lgs. n. 169/2007.

SITOGRAFIA

1. Accademia Politica, *I crediti deteriorati (NPL) nel post-Covid: fanno ancora paura?*, 2022 in <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/03/25/npl-crediti-deteriorati-banche/>.
2. ACCIARO G., TURCHI A., *Le regole di distribuzione del patrimonio tra passato e futuro*, in https://ristrutturazionaziendali.ilcaso.it/Focus/188__Le-regole-di-distribuzione-del-patrimonio-tra-passato-e-futuro.
3. ARCANGELI A., *La cartolarizzazione degli NPLs e la GACS. Il nuovo tessuto normativo*, 2017. in <https://web.uniroma1.it/deap/sites/default/files/allegati/Securitization>.
4. ASSONIME, *I doveri di amministratori e sindaci nella gestione della crisi d'impresa: una prima pronuncia del Tribunale di Milano sull'art. 2086 del Codice civile*, il Caso 2/2021, www.assonime.it.
5. Audizione del Governatore della Banca d'Italia, *Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*. Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 2021 in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventigovernatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf
6. BALDAN, *Organismo di Investimento Collettivo di Valori Mobiliari*, 2022 in https://www.treccani.it/enciclopedia/oicvm-organismo-di-investimento-collettivo-in-valori-mobiliari_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/_https://www.fondazioneoibr.it/.
7. BALLARIN F., *IFRS 9: impairment semplificato*, Amministrazione e Finanza n. 11/2018, su <https://www.bdo.it/it-it/insights-it/audit/a-f-2018/ifrs-9-impairment-semplificato>;
8. 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* https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf

9. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Addendum alle linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL):, livelli minimi di accantonamento prudenziale per le esposizioni deteriorate,* in https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/npl2/ssm.npl_addendum_draft_201710.it.pdf
10. Banca Centrale Europea, *Cos'è lo SREP?*, 2017, in <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/srep.it.html>
11. Banca centrale europea, in https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/internal_models.it.html; Modifiche a CRD e CRR:
12. Banca Centrale Europea, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati*, 2017 https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf
13. Banca Centrale Europea, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati*, in www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf.
14. Banca Centrale Europea, *Vigilanza e supervisione per gli LSI* in [https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/lsi/html/index.it.html#:~:text=Gli%20enti%20meno%20significativi%20\(less,sotto%20la%20supervisione%20della%20BCE.](https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/lsi/html/index.it.html#:~:text=Gli%20enti%20meno%20significativi%20(less,sotto%20la%20supervisione%20della%20BCE.)
15. Banca d'Italia, *Cronologia della crisi 2007-2012*, (a cura di) E. GALANTI, in Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale n. 72, maggio 2013, in www.bancaditalia.it;
16. Banca D'Italia, *Istruzioni per la compilazione delle segnalazioni sulle esposizioni in sofferenza*, p.9 in [/https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta_dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf](https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta_dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf)
17. Banca d'Italia, *Le norme sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche*, audizione del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, Roma 2021 in www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventigovernatore/integov2021/Visco_audizione_10022021.pdf
18. Banca D'Italia, *Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*, 2018, su

- <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Linee-Guida-NPL-LSI.pdf>.
19. Banca D'Italia, *Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati* 2018, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Linee-Guida-NPL-LSI.pdf>.
 20. BATTISTELLA C., CAMMARATA R., MASCELLONI S., RINALDI P., *Gli aspetti regolamentari dei crediti UTP*, I Quaderni n. 88, in <https://www.dirittodellacrisi.it/file/>
 21. BERGER A.N., DEYOUNG R., *Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks*, in *Journal of Banking and Finance*, 1997, in <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1997/199708/199708pap.pdf>
 22. BIANCO C., *In attesa dell'attuazione del decreto legge 8 aprile 2020 n. 23, altre riflessioni sulla qualificazione e quantificazione della misura dei prestiti Covid 19*, in IL CASO.it del 10/04/2020.
 23. BONISSONI A., CITARELLA M., *Il trattamento in bilancio del trasferimento di crediti unlikely to pay in cambio di quote di "fondi di ristrutturazione,2020* in <https://www.dirittobancario.it/art/il-trattamento-bilancio-del-trasferimento-di-crediti-unlikely-pay-cambio-quote-fondi-ristrutturazione/>.
 24. Borsa Italiana, *Agenzia di Rating* in <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/agenzia-di-rating.html>;
 25. Borsa Italiana, *Come funzionano e quanto pesano sul sistema finanziario i crediti deteriorati delle banche* 2018 in <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/non-performing-loans137.htm>.
 26. BRISCOLINI B., MADDALONI P., NUZZO G., RINALDI F. R., *Metodi e fonti: approfondimento*, 2023, su <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/03/Banca-dItalia-La-qualita-del-credito.pdf>.
 27. BROGI R., *Diritto emergenziale della crisi d'impresa all'epoca del Covid-19*, in www.osservatorio-oci.org;
 28. BUSETTI F. e COVA P., *L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana* in *Questioni di Economia e*

- Finanza (Occasional Papers), n.201, 2013 in www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2013-0201/QEF_201.pdf
29. CANEPA A., *dai salvataggi bancari ai crediti deteriorati: la complessa applicazione delle regole sugli aiuti di stato fra flessibilità e rigidità*, intervento al Convegno “crediti deteriorati nell’industria bancaria italiana”, in Riv. trim. dir. ec., 2016, n. 3, I.
30. CARADONNA M., *La metodologia di determinazione del rating creditizio per le imprese*, 2021 in <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/14157-la-metodologia-di-determinazione-del-rating-creditizio-per-le-imprese.html#:~:text=a%20maggio%202021>
31. CARPIGLIONE F., *La problematica dei crediti deteriorati*, Rivista dell’economia n.2, 2019 su http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2019_02_RTDE_supplemento_2.pdf.
32. CÀRRERE P., *I “fondi comuni di ristrutturazione”: ricostruzione tipologica e inquadramento sistematico di una nuova fattispecie di oicr*, 2016 <https://www.dirittobancario.it/art/fondi-comuni-di-ristrutturazione-ricostruzione-tipologica-e-inquadramento> .
33. CARRIÈRE P., *Restructuring Funds; an alternative tool for a systemic approach to active management of Unlikely to Pay (UTP)*, 2020, Centre Research paper N°2020132.
34. CASELLI, GATTI (a cura di) *Venture capital: a euro-system approach* , Berlino, 2004; *L’attività di venture capital: dalla strategia all’execution* dal convegno del 21 maggio 2016 presso l’Università di Foggia organizzato da Innogest Capital: Venture Capital Fund in Italy.
35. CBA-STUDIO-LEGALE-E-TRIBUTARIO, *Linee guida per le banche less significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati* <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2017/linee-guida-less-significant/CBA-Studio-Legale-e-Tributario.pdf>.
36. CECCOLIN E., *Gli accordi di Basilea*, 2018, in <https://financecue.it/gli-accordi-di-basilea/12734/>
37. CECI C., *introduzione al rischio di credito, valutazione dei derivati creditizi*, su <https://clecm.unich.it/download.php?id=1866>.

38. *Centrale dei rischi Istruzioni per gli intermediari creditizi*, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c139/c139>
39. CNDNC, *Composizioni negoziate della crisi d'impresa: giudizi positivi sulle misure da parte dei Commercialisti*, 2023 in <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2023/02/18/composizioni-negoziato-crisi-impresa-giudizi-positivi-misure-parte-commercialisti>. Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Non Performing Loans* (a cura di) F. PASCUZZI in <https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/filemanager/active/01535/fnc-npl-v09.pdf?fid=1535>
40. CONSOLI G., GIANNESI G., *Le cartolarizzazioni STS: profili applicativi alla luce delle più recenti operazioni*, 2020 in <https://www.dirittobancario.it/art/le-cartolarizzazioni-sts-profilo-applicativo-alla-luce-delle-piu-recenti-operazioni>.
41. CORTESI A., *Il nuovo codice della crisi di impresa tra lacune e incertezze*, 2022 in *Il nuovo codice della crisi d'impresa tra lacune e incertezze - Il Sole 24 ORE*.
42. CRIVELLARI D., *Non performing loans tra definizione de contesto economico-finanziario*, in <https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/filemanager/active/01535/fnc-npl-v09.pdf?fid=1535>.
43. DAMILANO M., *La securitisation dei crediti*, Torino, 2000-
44. DANOVI A., RIVA A., *Le cinque fasi della crisi e dell'allerta*, 2018 <https://ilfallimentarista.it/articoli/focus/le-cinque-fasi-della-crisi-e-dell-allerta>;
45. DAVI L., *Banche, ecco il maxi-fondo Sga per quattro miliardi di crediti* in <https://www.ilsole24ore.com/art/banche-ecco-maxi-fondo-sga-quattro-miliardi-crediti-ABvYwcVB>
46. DEAMICI M. A., LAURICELLA E., *La disciplina delle ReoCO a tutela del rimborso dei crediti deteriorati*, 2022 in <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/la-disciplina-reoco-tutela-rimborso-crediti-deteriorati-AEPy9MpB>.
47. *-della-crisi-differito-al-1-settembre-2021-fallimenti-sospesi-fino-al-30-giugno-2020-e-immediato-cordone-societario*; V.D'ANDÒ, *Codice della crisi impresa differito al 1 settembre 2021 e altre disposizioni temporanee fissate dal Decreto*

<https://www.commercialistatelematico.com/articoli/2020/04/codice-della-crisi-impresa-differito-al-1-settembre-2021-e-altre-disposizioni-temporanee-fissate-dal-decreto-liquidita.html>

48. EBA/ITS/2013/03 del 24 luglio 2014. Per approfondimento: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/449824/EBA-ITS-2013->
49. Ernest Young, *Applying IFRS Impairment of financial instruments under IFRS 9*, 2018, p. 10, su https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/impairment-of-financial-instruments-under-ifrs-9-financial-instruments;
50. Ernest Young, *op. cit.*, 2018, su https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/impairment-of-financial-instruments-under-ifrs-9-financial-instruments.
51. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA): *"Alternative Investment Funds - What you need to know"* in
52. FABIANI M., LEUZZI S., Studi sull'avvio del codice della crisi, p. 6 ss. 2022, in https://dirittodellacrisi.it/file/Azu1OOcpx32elqrKfycjAjRQrCvyagES8aaluIEv.pdf/2022_speciale_Diritto-della-crisi.pdf.
53. FALASCONI F., *Il valore della pubblicazione in G.U. delle cessioni di rapporti giuridici in blocco*, 2010 in <https://www.diritto.it/il-valore-della-pubblicazione-in-g-u-delle-cessioni-di-rapporti-giuridici-in-blocco>.
54. FALINI A., *Le cause della crisi d'impresa. Analisi dei fattori di crisi delle grandi imprese in Amministrazione Straordinaria*, 2017 in <https://ojs.sijm.it/index.php/sinergie/article/view/121>.
55. FERFOGLIA M., *Basilea4: Il Framework Normativo*, 2019 in <https://www.riskcompliance.it/news/basilea4-il-framework-normativo>.
56. FERRO M., *Codice della Crisi differito al 1° settembre 2021, fallimenti sospesi fino al 30 giugno 2020 e immediato cordone societario*, 2020 in <https://www.altalex.com/documents/2020/04/09/codice>
57. FINDLEY M, G., GALLAGHER K. P., *Vulture Funds and the Ethics of Sovereign Debt* in *Business Ethics Quarterly*: https://www.jstor.org/stable/10.5840/beq20112151_

58. FISCALE C, GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs, 2016, in http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/fiscale_c._gacs_garanzia_cartolarizzati_one_sofferenze_lo_schema_di_garanzia_statale_italiano_per_i_titoli_senior_2016.pdf.
59. FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI *Non performing Loans-NPL*, 2019 https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/filemanager/active/01339/2019_08_02_Documento_Non_Performing_Loans-NPL_final_protetto_a.pdf?fid=1339.
60. GALBIATI W., *I distressed fund, come fare business investendo nelle aziende in difficoltà*, 2006 www.laRepubblica.it,
61. GALLO G., *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, 2019 <https://www.dirittobancario.it/art/i-crediti-deteriorati-tecniche-di-gestione-negoziale-cessione-e-ristrutturazione/>.
62. GELPERN A., *Vulture Funds, Predatory Investors and the Debt Restructuring Debate* su Peterson Institute for International Economics 2016: <https://www.piie.com/system/files/documents/wp/gelpern2013-11.pdf>.
63. GIANNESI G., MESSINA P., *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, in www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/sites/default/files/allegati/messina_p._e_giannesi_g._garanzia_sulla_cartolarizzazione_delle_sofferenze_gacs_dal_d.l._18-2016_al_dm_3_agosto_2016_2016.pdf.
64. GUFFANTI E., SANNA P., *I fondi di credito*, *Le Soc* 7/2016, p.7 in https://www.5lex.it/ufiles/files/577e612d8c41e2.825191301_ita.pdf?1467900.
65. http://www.consob.it/main/documenti/oicr/oicr_di_credito.html;
66. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financing-and-investing/alternative-finance_it;
67. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex:32011L0061>;
http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.aspx?file=0055_F001.pdf&leg=XVII

68. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0625&from=IT>
69. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=IT>
70. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019IP0207&from=EN>.
71. https://i2.res.24o.it/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/ILSOLE24ORE/Online/_Oggetti_Embedded/Documenti/2023/04/13
72. <https://kpmg.com/it/it/home/insights/2018/07/i-non-performing-loan-in-italia.html>.
73. <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/allen-overly-e-legance-cartolarizzazione-sts-pubblica-agos-850-milioni-AEmS0Xv>.
74. [https://onelegale.wolterskluwer.it/document/cass-civ-sez-i-sent-data-ud-10-03-2010-15-07-2010-n-16605/10SE0000901511?searchId=794867434&pathId=9d9a57e460e69&offset=0&contentModuleContext=all;
\[https://www.gazzettanotarile.com/wpcontent/uploads/2019/04/Trib_Milano_7232_2016.pdf\]\(https://www.gazzettanotarile.com/wpcontent/uploads/2019/04/Trib_Milano_7232_2016.pdf\)](https://onelegale.wolterskluwer.it/document/cass-civ-sez-i-sent-data-ud-10-03-2010-15-07-2010-n-16605/10SE0000901511?searchId=794867434&pathId=9d9a57e460e69&offset=0&contentModuleContext=all;https://www.gazzettanotarile.com/wpcontent/uploads/2019/04/Trib_Milano_7232_2016.pdf)
75. <https://onelegale.wolterskluwer.it/normativa/decreto-legislativo-01-09-1993-n-385/10LX0000109996ART12?searchId=790758943&pathId=eed1f0c523045&offset=0&docType=i9&contentModuleContext=all>
76. <https://onelegale.wolterskluwer.it/normativa/decreto-legislativo-01-09-1993-n-385/10LX0000109996ART137?searchId=790761124&pathId=d7ed9df970cdb&offset=0>
77. <https://onelegale.wolterskluwer.it/normativa/legge-30-04-1999-n-130/10LX0000123883ART11?pathId=e331dda5285e1>
78. <https://www.ancot.it/circolari-area-documentale/formazione/webinar-28-09-2022-richiesta-crediti-formativi/1186-novita-codice-della-crisi-avv-andrea-silla.html>.
79. <https://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/regolamento-titoli/index.html>

80. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Documento-8-Tavolo-IAS-IFRS.pdf>
81. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Documento-8-Tavolo-IAS-IFRS.pdf>
82. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.
83. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/istruttivi/provvedimenti/2018/oicr-credito-regolamentazione/index.html>;
http://www.consob.it/main/documenti/oicr/oicr_di_credito.html
84. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20211110/Servicers-cartolarizzazione.pdf>
85. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c272/index.html>.
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Nota-di-chiarimenti-del-23-settembre-2022.pdf>.
86. https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivionorme/regolamenti/20120508/RGCR_Versione_integrale_al_4_agg.to_28.11.2022.pdf;
87. <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/finalizzazione-delle-riforme-di-basilea-iii/>.
88. <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/>.
89. <https://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/>;
90. <https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccoltadati/segnalazioni/normativasegnalazioni>
91. <https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccoltadati/segnalazioni/normativasegnalazioni>
92. <https://www.bancaditalia.it/statistiche/servizi/flussi-ritorno/index.html>.
93. https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf.
94. https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf.
95. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NPEs_201908.en.pdf?b2fae68e6b625c65fa984f9ce33ee2de

96. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NPEs_201908.it.pdf.
97. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/credit-default-swap.html>.
98. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>.
99. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>.
100. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mutuisubprime.htm>.
101. https://www.consob.it/documents/1912911/1962639/dlgs_58_1998.html/9b8b063f-db8c-1d4b-952e-93ad6823a70c.
102. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob>.
103. <https://www.consob.it/web/investor-education/fondo-comune-di-investimento-alternativo-aif-.html>.
104. <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>.
105. <https://www.dirittobancario.it/art/il-calendar-provisioning-la-gestione-delle-npe-anche-alla-luce-della-crisi/>.
106. <https://www.dirittodellacrisi.it/file/jU4ZY5Qt0X8uZLVvHyRVQ6C81SRlz87X00btFU9T.pdf/Ordine%20dei%20Dottori%20Commercialisti%20e%20degli%20Esperti%20Contabili%20di%20Milano.pdf>.
107. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2192133/>
https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2006/basi-lea2/Doc_Cons_IRB.pdf.
108. <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1>.
109. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.nonperformingloans201810.en.pdf>
110. <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/03/25/npl-crediti-deteriorati-banche/>.
111. <https://www.esma.europa.eu/policy-topics/alternative-investment-funds>.
112. https://www.gazzettaufficiale.it/atto/stampa/serie_generale/originario.
113. <https://www.gazzettaufficiale.it/atto/vediMenuHTML?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2016-02-15>.
114. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1999/05/14/099G0212/sg>.
115. <https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/10498.pdf>.

116. https://www.ilcaso.it/sentenze/ultime/10498_
117. https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2015-0319&atto.codiceRedazionale=15G00041&tipoDettaglio=multivigenza&qId=&tabID=0.9054433140001972&title=Atto%20multivigente&bloccoAggiornamentoBreadCrumb=true_
118. https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2015-03-19&atto.codiceRedazionale=15G00041&tipoDettaglio=multivigenza&qId=&tabID=0.9054433140001972&title=Atto%20multivigente&bloccoAggiornamentoBreadCrumb=true_
119. IACUMIN L., *Fondi comuni di investimeno. Diritto sostanza e processo*, 2020, in www.openstarts.units.it/bitstream/10077/30667/7/Fondi-investimento-OpenstarTs.pdf.
120. IANNILLI L., *Le non-performing exposures: contesto regolamentare e di mercato*, p. 27-28 disponibile online su <https://www.odcec.roma.it/index.php?option=com>
121. *Icfaian Journal of Management Research*, Vol. VI, No. 3, 2015 p: 76-81. In https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2622939_code783983.pdf?abstractid=2622939
122. IlSole24ore, *Le agenzie di rating*, in <https://confrontaconti.ilsole24ore.com/guida-rating/agenzie-di-rating.aspx>;
123. in https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccoltadati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/ISTR_COMP_SOFF.pdf.
124. In https://www.nytimes.com/1986/09/10/business/market-place-funds-focus-bankruptcies.html_
125. Intervista a Marc Rowan, partner fondatore del fondo Apollo Management, *The Best Returns Follow Chaos*, www.knowledge.wharton.upenn.edu, 2009 Wharton University of Pennsylvania.
126. IRRERA M., *Lineamenti generali della riforma Rordorf*, 2016 <https://www.dirittoeconomiaimpresa.it/lineamenti-generalis-della-riforma-rordorf>

127. KAI L., WEI W., *Debtor-in-possession financing, loan-to-loan, and loan-to-own*, Journal of Corporate Finance, Vol. 39, 2016, in <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119916300700>
128. KPMG, *I Non Performing Loan in Italia, trend in atto e prospettive future*, 2018, in <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2018/07/I-Non-Performing-Loan-in-Italia-2018.pdf>.
129. L. Bini SMAGHI, V UGAZ, *Vulture funds: a better understanding of the role of alternative investors in the restructuring of sovereign debts*, 2014 in (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2187.pdf>)
130. La Repubblica, *Le agenzie di rating*, [https://www.repubblica.it/economia/lemma/agenzie_di_rating-219825066/.](https://www.repubblica.it/economia/lemma/agenzie_di_rating-219825066/)
131. LAURENCE BALL V., *Lehman, condannata al fallimento dalla politica* in www.lavoce.info.
132. LIP G., *Cross Collateralization, a financing technique that leverages the same asset as collateral to secure multiple loans* in [https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/cross-collateralization/.](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/cross-collateralization/)
133. MARANGIO P.M., *Le SICAF, strumento a servizio dello sviluppo del Paese* 2021 in <https://ntplusdiritto.ilsole24ore.com/art/le-sicaf-strumento-servizio-sviluppo-paese-ADfUYIUB>
134. MARCIANESI R., *la liquidazione giudiziale commissione procedure concorsuali*, n 81, Milano 2017 in https://www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/n-81--la-liquidazione-giudiziale.pdf?sfvrsn=c9e3361d_6.
135. MATTA A., *Approcci matematico-statistici alla valutazione del rischio di credito*, in https://www.to.camcom.it/sites/default/files/promozione-territorio/App_mat_stat.pdf.
136. MAURITANO D., *La cartolarizzazione dei crediti e i fondi comuni di investimento*. in <https://www.cesifin.it/wp-content/uploads/2018/04/04-Mauritano-089-108.pdf>.
137. MONORITI A., *Composizione negoziata della crisi d'impresa o negoziazione per la rigenerazione d'impresa? Il fallimentarista* in

- <https://ilfallimentarista.it/articoli/focus/composizione-negoziata-della-crisi-dimpresa-o-negoziazione-la-rigenerazione-dimpresa;>
138. MORELLI V., *Crisi d'impresa: suggerimenti e qualche critica del Consiglio di Stato al decreto correttivo* in <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2022/05/24/crisi-impresa-suggerimenti-critica-consiglio-stato-decreto-correttivo>.
139. MOROLLI M., *Crisi gestionale, crisi economica, crisi finanziaria, il quadro patrimoniale*, 2016 in https://www.odcec.roma.it/images/file/FPC_Materiale_didattico_2016/Morolli%20Crisi%20gestionale%20crisi%20economica%20crisi%20finanziaria%20il%20quadro%20patrimoniale.pdf
140. OCCHIPINTI F., PEPE N., *Riflessioni a margine dell'adozione di nuovi regulatory technical standards relativamente al mantenimento dell'interesse economico netto nelle operazioni di cartolarizzazione NPE*, *Giurimetrica*, n.2 2022 in <https://giurimetrica.almaiura.it/wp-content/uploads/2022/09/Occhipinti-Pepe-adozione-di-nuovi-regulatory-technical-standards.pdf>
141. ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *La manifestazione della crisi d'impresa* (a cura di) C PAGLIUGHI in n. 27., Milano in [https://www.odcec.mi.it/quaderni/n-27-la-crisi-d'impresa---l'attestazione-di-ragionevolezza-dei-piani-di-ristrutturazione-ex-art.-67-3-comma-lettera-d\)-l.f.](https://www.odcec.mi.it/quaderni/n-27-la-crisi-d'impresa---l'attestazione-di-ragionevolezza-dei-piani-di-ristrutturazione-ex-art.-67-3-comma-lettera-d)-l.f.)
142. PADOVANI S., GUADAGNIN A., *Il calendar provisioning: la gestione delle NPE anche alla luce della crisi da Covid-19*. In <https://www.dirittobancario.it/art/il-calendar-provisioning-la-gestione-delle-npe-anche-alla-luce-della-crisi/>
143. PANI F., *Appunti sulle tipologie di concordato preventivo nel nuovo Codice della crisi, 2023*, in [https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/Articolo/346__Appunti-sulle-tipologie-di-concordato-preventivo-nel-nuovo-Codice-della-crisi.;](https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/Articolo/346__Appunti-sulle-tipologie-di-concordato-preventivo-nel-nuovo-Codice-della-crisi;)
144. PANIZZA A., *Adeguati assetti organizzativi, amministrativi, contabili e Codice della crisi: aspetti (teorici ed) operativi*, 2023 in https://ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it/Articolo/333__Adeguati-assetti-organizzativi-amministrativi-contabili-e-Codice-della-crisi-aspetti-teorici-ed-operativi.

145. PETTERUTI A., *Pre crisi, crisi ed insolvenza: dubbi sull'accesso alla composizione negoziata* in <https://www.quotidianopiu.it/dettaglio/10021449/pre-crisi-crisi-ed-insolvenza-dubbi-sullaccesso-alla-composizione-negoziata>.
146. PILATI A., *La cartolarizzazione problemi e opportunità*, Convegno AIAF 2017 p.6 in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/pilati-09112017.pdf>.
147. PRESTI G., *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, 2023 in <https://dirittodellacrisi.it/articolo/le-banche-e-la-composizione-negoziata-della-crisi>.
148. PricewaterhouseCoopers, *The Italian Unlikely to Pay market: the next big wave*, 2019.
149. PROVVISIERO P., *La gestione dell'impresa in crisi, l'analisi di Dottori Commercialisti, Managers ed Imprenditrici* Torino in https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf.
150. QUAGLI A., *Il concetto di crisi d'impresa come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*, 2016, p.3 in https://blog.ilcaso.it/news_473/02-02.
151. RADORF R., *Il codice della crisi e dell'insolvenza in tempi di pandemia*, 2020 in <https://www.giustiziainsieme.it/it/diritto-dellemergenza-covid-19-e-recovery-fund/984-il-codice-della-crisi-e-dell-insolvenza-in-tempi-di-pandemia-di-renato-rordorf?hitcount>.
152. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/istruttivi/provvedimenti/2018/oic-credito-regolamentazione/index.html>;
153. RINALDI P., *La composizione negoziata della crisi e i rapporti con gli intermediari creditizi*, in www.ilcaso.it, 2021.
154. RIZZI M., *Impairment*, 2015 in https://www.odcec.roma.it/images/file/FPC_Materiale_didattico_2015/151013_IRS%209_Impairment_M_Rizzi.pdf;
155. RIZZO M., *Economia etica, dai "mutui subprime" ai prestiti per le imprese colpite dalla pandemia: il nuovo rischio di una crisi mondiale* in www.repubblica.it/solidarieta/equo-e

- solidale/2021/05/11/news/economia_etica_dai_mutui_subprime_ai_prestiti_sul settore_immobiliare_il_nuovo_rischio_di_una_crisi_mondiale-300468413;
156. RIZZO S., *Il quadro regolamentare delle esposizioni bancarie (nei confronti delle imprese in crisi)* in <https://dirittodellacrisi.it/articolo/il-quadro-regolamentare-delle-esposizioni-bancarie-nei-confronti-delle-imprese-in-crisi>.
157. ROSSANO D., *La Gestione Dei Crediti Deteriorati Nelle Crisi Bancarie*, Rivista trimestrale di diritto dell'economica, 2/2019, in http://www.fondazione-capriglione.luiss.it/2019_02_RTDE_supplemento_2.pdf.
158. RUSSO V., *Derecognition valutativa dei crediti da IFRS 9 con rilevanza IRES*, 2019 in <https://www.eutekne.it/Servizi/EutekneInfo/Recensione.aspx?ID=736984>;
159. SCIPIONE L., *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato. Il caso italiano: criticità applicative e antinomie di una legislazione d'emergenza*, in https://www.innovazioneDiritto.it/media/old/pdf/2017_05_13.pdf;
160. SENATO DELLA REPUBBLICA, CAMERA DEI DEPUTATI, *Modifiche al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023*, Dossier 2022 in <https://documenti.camera.it/Leg18/Dossier/Pdf/gi0199.Pdf>.
161. STRACHMAN D. R., *Short selling: Finding Uncommon Short Ideas*, John Wiley & Sons, 2010; <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/short-selling.htm>.
162. TEDESCHI R., *Crediti deteriorati, il nodo dei prezzi di mercato (e come venirne a capo)*, 2016 in <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/06/14/crediti-deteriorati-il-nodo-dei-prezzi-di-mercato-e-come-venirne-a-capo>.
163. THE ECONOMIST, *A global emergency*, 2008, Washington, in <https://www.economist.com/free-exchange/2008/10/22/emergency-markets>;
164. THE NEW YORK, *Ten Years Later, a Look at Who Was Harmed by the Financial Crisis* 2018, in <https://www.nytimes.com/2018/09/21/podcasts/the-daily/financial-crisis-bailout-inequality.html>.
165. UNITED NATION, *UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency*, 1997 In *UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency (1997) | United Nations Commission On International Trade Law*.

166. VERGARI D., MACELLARI M., *IFRS 9 sfide e soluzioni: dalla metodologia alla messa a terra* p. 3 in https://www.abieventi.it/Downloads/12977_M-Macellari-e-D-Veragri-CRIF-Credit-Solutions.pdf.
167. WEITZEL W., JONSSON E., *Decline in organizations, a literature integration and extension*, University of Oklahoma in https://www.jstore.org/stable/2392987?seq=1&cid=pdfreference#references_tab_contents
168. WIRZ M., *Vulture fund (and Goldman) Top Ranking of Private-Debt Providers*, The Wall Street Journal, www.wsj.com.
169. ZIANI L., *SGR*, 2012 In https://www.treccani.it/enciclopedia/sgr-societa-di-gestione-del-risparmio_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/;