SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

FACOLTÀ DI ECONOMIA
DIPARTIMENTO DI MANAGEMENT

DOTTORATO DI RICERCA IN

Management, Banking and Commodity Sciences

CURRICULUM: *Banking and Finance*

XXXIII Ciclo

"Il mercato delle *non-performing exposures*: quale ruolo per gli intermediari-*servicer*?"

Tutor:
Chiar.mo Prof.
Franco Tutino

Dottorando:
Luigi Iannilli
Matr. 1215669

ABSTRACT

Negli ultimi anni il mercato dei crediti *non-performing* ha evidenziato un significativo sviluppo. L'industria relativa al *debt servicing & collection* e al *debt purchasing* ha assunto un ruolo chiave nella riduzione dello *stock* di crediti deteriorati. In Italia, la ristrutturazione del sistema bancario ha consentito la crescita dell'intero settore del *servicing*. Si è assistito a un significativo incremento delle opportunità di *business*: da un numero limitato di operatori attivi si è passati gradualmente a un aumento sia degli acquirenti sia delle società specializzate nella gestione e nel recupero crediti. In tale ambito, occorre focalizzare l'attenzione sull'organizzazione e sull'operatività degli intermediari finanziari che operano anche come *servicer* indagando, nel dettaglio, i loro profili finanziari, di rischiosità e reddituali. Ciò con l'obiettivo di comprendere i vari modelli di *business* adottati, le strategie attuate ed effettuare valutazioni sugli andamenti nel tempo. Come evidenziato anche da Banca d'Italia, il buon funzionamento dell'industria del *servicing* riveste infatti notevole importanza.

JEL Classification: G10, G21, G23, G28

Keywords: crediti deteriorati (NPL), intermediari finanziari, mercati primari e secondari, *servicer*, bilancio

Indice

INTRODUZIONE E OBIETTIVI DELLA RICERCA 1

1. REVIEW DELLA LETTERATURA 4

1.1 La regolamentazione in materia di credito deteriorato 4

1.2 Studi empirici sulle determinanti dei *non-performing loans* e sull'attività di recupero 15

1.3 Contributi in materia di *non-performing loans* 20

2. LE *NON-PERFORMING EXPOSURES* IN EUROPA: DEFINIZIONE ED EVOLUZIONE 25

2.1 Definizione e classificazione delle esposizioni deteriorate 25

2.2 Evoluzione delle *non-performing exposures* e relazione con i profili reddituali e patrimoniali 34

2.3 Le transazioni di *non-performing exposures* nei Paesi europei con elevati livelli di crediti deteriorati 56

3. IL MERCATO DELLE *NON-PERFORMING EXPOSURES* 68

3.1 Le modalità di acquisizione dei crediti *non-performing* 69

3.2 Gli operatori del mercato dei crediti deteriorati 76

3.3 *Pricing* e *portfolio monitoring* degli investimenti in crediti deteriorati 83

4. ANALISI DEGLI INTERMEDIARI-*SERVICER* ITALIANI 90

4.1 I *debt servicer* e i *debt purchaser* in Italia 92

4.2 L'organizzazione e l'operatività degli intermediari-*servicer* italiani 102

4.3 I bilanci degli intermediari-*servicer* italiani 113

4.3.1 Il bilancio di un intermediario-*servicer*: introduzione all'analisi 113

4.3.2 Analisi e andamenti di bilancio degli intermediari-*servicer* 123

CONCLUSIONI 155

BIBLIOGRAFIA 158

INTRODUZIONE E OBIETTIVI DELLA RICERCA

Negli ultimi anni il mercato delle *non-performing exposures* – ovvero dei crediti deteriorati o anche *non-performing loans*[1] – è stato soggetto a una continua e dirompente evoluzione. Le banche, anche a seguito della spinta regolamentare, hanno dovuto da un lato, rivisitare i loro modelli operativi di gestione dei crediti deteriorati e, dall'altro, mettere in atto un forte processo di *deleverage*. Il totale dei crediti deteriorati lordi sui bilanci delle banche dell'Area Euro è passato infatti da 1.084 miliardi di euro del 2014 a 554 miliardi di euro del 2019[2]. Questo processo di *de-risking* ha evidenziato una significativa accelerazione negli anni 2017 e 2018 con un decremento di circa 300 miliardi di euro di crediti *non-performing*. La riduzione dello *stock* di crediti deteriorati è derivata principalmente dalle cessioni. L'Italia è stato il Paese caratterizzato dal mercato NPL più attivo: negli ultimi cinque anni sono state realizzate sul mercato primario operazioni per un ammontare totale pari a circa 190 miliardi di euro, ovvero il 47% del totale delle masse cedute dalle banche dei Paesi caratterizzati da elevati livelli di NPL (Cipro, Irlanda, Grecia, Italia, Portogallo, Spagna e Slovenia).

In tale contesto, l'industria relativa al *debt servicing & collection* e al *debt purchasing* ha assunto un ruolo chiave nella riduzione dello *stock* di crediti deteriorati. I *servicer* hanno iniziato ad espandere la loro attività acquisendo portafogli di crediti deteriorati, migliorando la specializzazione su diverse *asset class* di esposizioni *non-performing* e portando allo sviluppo di piattaforme di *servicing* sempre più integrate ed efficienti. In Italia, la ristrutturazione del sistema bancario ha creato significative opportunità per l'intera industria del *servicing* e per lo sviluppo di grandi *player* specializzati. Si è assistito a un significativo incremento delle opportunità di *business*: da un numero limitato di operatori attivi si è passati gradualmente a un aumento sia degli acquirenti sia delle società specializzate nella gestione

---

[1] In tale elaborato i concetti di *non-performing exposure* (esposizione deteriorata – NPE) e *non-performing loan* (credito deteriorato – NPL) sono da considerarsi equivalenti. Come specificato anche nella "*Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE*" della Banca Centrale Europea (BCE) dell'agosto 2019, il termine "crediti deteriorati" e la corrispondente sigla "NPL" si utilizzano, in generale, come approssimazione. Ogni riferimento a NPE e NPL rimanda infatti alla definizione data nelle norme tecniche di attuazione dell'Autorità Bancaria Europea (EBA) sulle esposizioni deteriorate, che coprono tutte le esposizioni derivanti da prestiti, anticipazioni e titoli di debito. Ai fini del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) si utilizza, di solito, il termine NPL, anziché NPE, ma alla base non vi è una diversa definizione.

[2] Banca Centrale Europea, *Consolidated Banking Data*.

e nel recupero crediti. Accanto ai modelli di *business* basati esclusivamente sul *debt purchasing* o sul *debt servicing* si è diffuso sempre di più il modello integrato *debt purchasing & debt servicing*. Si sono sviluppati intermediari-*servicer* – banche e intermediari finanziari non bancari – che svolgono diverse attività e offrono una molteplicità di servizi nell'ambito della gestione dei crediti deteriorati. Attività che, lato "*debt purchasing*", riguardano l'investimento in portafogli di crediti *non-performing* sia direttamente sia tramite l'acquisto di titoli emessi da veicoli di cartolarizzazione o di quote di fondi. Lato "*debt servicing*", che consistono, invece, nella prestazione di servizi di *servicing* (*master*, *primary* e *special servicing*) e di supporto e consulenza nel *credit management*.

La presente tesi di dottorato ha l'obiettivo di approfondire lo studio del mercato dei crediti deteriorati e degli intermediari-*servicer* che al suo interno operano. Lo scopo è pertanto quello di descrivere il fenomeno dei crediti *non-performing* partendo dalla definizione regolamentare, passando per la dinamica degli stessi e arrivando, infine, ad analizzare l'operatività e i profili economico-finanziari degli attori di tale mercato.

La tesi è strutturata in 4 capitoli, ognuno dei quali tocca un aspetto diverso connesso all'argomento dei crediti deteriorati.

Il Capitolo 1 è rappresentato dalla *review* della letteratura. La *review* si focalizza su specifici aspetti. Tra questi vi è l'evoluzione della regolamentazione in materia di crediti *non-performing*, gli studi empirici che hanno l'obiettivo di individuare le determinanti – macroeconomiche e/o *bank specific* – che influenzano l'andamento dei crediti deteriorati e l'attività di recupero e, infine, i contributi inerenti alla tematica degli NPL che riguardano le tecniche di gestione, le possibili soluzioni da adottare per facilitarne la riduzione e il mercato delle esposizioni deteriorate.

Il secondo capitolo della tesi tratta la definizione regolamentare di credito deteriorato e la classificazione delle esposizioni *non-performing*. Si sofferma sull'evoluzione degli NPL e degli indicatori di *asset quality* per evidenziare il *trend* che si è registrato in Europa dal 2015 al 2019 e confrontarlo sia con le tematiche relative all'adeguatezza patrimoniale e alla redditività sia con le transazioni di crediti deteriorati realizzate durante questo orizzonte temporale.

Il Capitolo 3 analizza il mercato dei crediti deteriorati. Vengono distinte le modalità di acquisizione dei crediti *non-performing*, descritti gli operatori del mercato ed esaminata la

tematica relativa alla valutazione e al monitoraggio degli investimenti in esposizioni deteriorate.

Il quarto e ultimo capitolo propone un'analisi degli intermediari-*servicer* italiani. Considerata la crescita e la rilevanza del mercato dei crediti deteriorati nel sistema finanziario italiano, l'obiettivo è quello di comprendere i modelli di *business* adottati, l'organizzazione e l'operatività di tali operatori, esaminare i risultati ottenuti attraverso un'analisi di bilancio che indaghi la struttura finanziaria e la redditività di tali intermediari.

1. REVIEW DELLA LETTERATURA

La letteratura riguardante la tematica dei crediti deteriorati ha ampiamente indagato diversi aspetti: le determinanti che impattano sulla qualità creditizia e sul conseguente incremento delle *non-performing exposures*, le modalità di gestione che producono effetti diversi sui bilanci delle banche, il mercato nel quale operano gli investitori e i *servicer*, le reazioni dei mercati e le conseguenze economiche e strutturali alle cessioni di portafogli NPL.

Oltre alla letteratura, negli ultimi anni, nell'ambito del contesto normativo, sono state introdotte numerose novità al fine di fronteggiare il momento di crisi e rafforzare la fiducia del mercato nei confronti delle istituzioni finanziarie. Molti di questi cambiamenti hanno riguardato, direttamente o indirettamente, proprio la tematica delle *non-performing exposures*, uno degli argomenti di maggior attenzione e interesse per le Autorità di Vigilanza.

La seguente *review* della letteratura si divide in tre parti distinte:

- nella prima parte l'attenzione è rivolta all'evoluzione regolamentare;
- la seconda parte esamina gli studi empirici finalizzati ad individuare le determinanti che influenzano l'andamento dei *non-performing loans*;
- la terza parte riporta i contributi riguardanti le tecniche di gestione dei crediti deteriorati, gli effetti derivanti dalla cessione di portafogli di esposizioni *non-performing* e le analisi sul mercato NPL.

1.1 La regolamentazione in materia di credito deteriorato

Negli ultimi anni, una delle massime priorità della Vigilanza bancaria è stata affrontare il problema della qualità degli attivi. La Banca Centrale Europea (BCE), con l'emanazione nel marzo 2017 delle "*Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*", ha individuato un insieme di migliori prassi che forniscono uno schema di riferimento di base per la conduzione della valutazione prudenziale delle banche nel settore dei crediti *non-performing*. Il principale obiettivo delle linee guida è stato quello di indurre le banche, in particolar modo quelle con elevati livelli di crediti deteriorati, a considerare la gestione dei *non-performing loans* come una priorità da affrontare in maniera organica, predisponendo piani credibili e dotati delle necessarie risorse, esplicitando la *governance* interna nonché fissando obiettivi quantitativi e qualitativi ambiziosi e realistici.

Le linee guida sono state rivolte a tutte le *Significant Institution* (SI)[3] sottoposte a vigilanza diretta nell'ambito del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) e alle banche che, seppur non vigilate direttamente dalla BCE, presentano elevati livelli di *NPL Ratio*[4].

Le linee guida hanno affrontato sei tematiche di fondamentale importanza per gli istituti bancari nell'ambito dei *non-performing loan*s:

1) la strategia per la riduzione degli NPL;
2) i modelli di *governance* e gli assetti operativi e organizzativi;
3) la gestione delle misure di concessione (*forbearance*);
4) i modelli di rilevazione e di classificazione degli NPL;
5) le politiche di accantonamento e di cancellazione contabile dei crediti deteriorati;
6) i modelli, i processi e gli strumenti per la valutazione delle garanzie immobiliari.

Si tratta pertanto di un documento che fornisce uno schema di riferimento di base e contiene una raccolta delle migliori prassi da adottare in ambito credito *non-performing*: in tal senso, le linee guida rappresentano le aspettative della Vigilanza bancaria. Sebbene non siano vincolanti, le Autorità di Vigilanza possono richiedere alle banche di illustrare e motivare qualsiasi scostamento rispetto al loro contenuto e considerarle nel Processo SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*).

---

[3] Una banca è ritenuta "rilevante" qualora soddisfi uno dei seguenti requisiti:

a) il valore totale delle attività supera i 30 miliardi di euro o, a meno che il valore totale delle attività sia inferiore a 5 miliardi di euro, supera il 20% del PIL nazionale;
b) è uno de tre enti creditizi più significativi in uno Stato membro;
c) riceve assistenza diretta dal meccanismo europeo di stabilità;
d) il valore totale delle 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%.

[4] Rapporto tra totale crediti deteriorati lordi e totale impieghi lordi.

Coerentemente con le *Guidance* pubblicate dalla BCE, la Banca d'Italia, nel gennaio 2018, ha provveduto ad emanare linee guida analoghe per le *Less Significant Institutions* (LSI)[5]. Esse rappresentano le aspettative della Vigilanza in materia di gestione dei *non-performimg loans* e si pongono in sostanziale continuità con l'approccio di supervisione sinora seguito dalla Banca d'Italia e non sostituiscono in alcun modo il vigente quadro regolamentare di riferimento.

Come le *Guidance* BCE, le linee guida Banca d'Italia non hanno carattere vincolante, ma rappresentano indicazioni cui le banche sono invitate ad attenersi e rappresentano un *benchmark* rispetto al quale valutare eventuali scostamenti in ottica di vigilanza.

I contenuti delle linee guida per le banche *less significant* ricalcano sostanzialmente quelli delle *Guidance* BCE. La struttura del documento può essere idealmente divisa in tre parti:

a) strategia per la definizione dei piani di gestione dei *non-performing loans*;

b) *governance* e assetto operativo per la gestione dei *non-performing loans*;

c) misure di concessione, classificazione delle esposizioni, rettifiche di valore, valutazione delle garanzie e base dati.

Un ulteriore rilevante intervento in tema di gestione dei crediti deteriorati è stato realizzato dall'Autorità Bancaria Europea (EBA) nell'ottobre 2018 con l'emanazione del "*Final Report Guidelines on management of non-performing and forborne exposures*". Tali linee guida specificano le buone prassi di gestione del rischio che gli enti creditizi devono utilizzare per gestire le esposizioni deteriorate, le esposizioni oggetto di concessioni e le garanzie escusse fornendo inoltre indicazioni alle Autorità di Vigilanza su come valutare le pratiche, le politiche, i processi e le procedure di gestione dei rischi degli enti creditizi per gestire le esposizioni *non-performing* e le *forborne exposures* nel quadro del processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP).

[5] Le linee guida sono state rivolte ai gruppi bancari e alle banche *stand-alone less significant* sottoposte alla vigilanza diretta della Banca d'Italia. Sono state incluse le filiazioni italiane di banche UE ed extra UE non sottoposte alla diretta supervisione della BCE. Le linee guida non sono state direttamente estese alle banche e ai gruppi bancari che svolgono prevalentemente l'attività di acquisizione e gestione di crediti deteriorati. La Vigilanza si attende comunque che tali intermediari siano dotati di processi avanzati per la gestione degli NPL coerenti con i principi alla base delle linee guida.

L'implementazione e la realizzazione di una strategia per le NPE rappresentano gli elementi fondamentali delle linee guida per la gestione dei crediti deteriorati delle banche. Essa dovrebbe basarsi sulla valutazione del contesto operativo definendo obiettivi di riduzione caratterizzati da scadenze certe, credibili e ambiziose e prendendo in considerazione tutte le opzioni strategiche disponibili per ridurre le esposizioni *non-performing*.

Secondo le *Guidelines* EBA, le banche che evidenziano un *NPL Ratio* lordo pari o superiore al 5% dovrebbero definire una strategia di gestione dei crediti deteriorati come parte dei loro più ampi piani strategici stabilendo, al tempo stesso, disposizioni operative e di *governance* volte alla riduzione dello *stock* di esposizioni *non-performing*.

Malinconico e *Parente* (2017) ritengono che le azioni volte a ridurre in modo sostenibile i crediti deteriorati dai bilanci delle banche potranno essere adottate solo in modo graduale. Essi evidenziano come, affinché le banche gestiscano gli NPL secondo le aspettative delle Autorità riportate nelle linee guida BCE, sia necessario innanzitutto risolvere fattori critici presenti nel settore quali lo sviluppo di sistemi informativi adeguati, la disponibilità di strumenti di misurazione e controllo e personale specializzato, adeguatamente formato e motivato. È necessario, pertanto, investire per rendere le strutture interne delle banche più funzionali rispetto alla rilevanza del lavoro da svolgere per la gestione e il recupero dei crediti. Ciò in virtù del fatto che le strutture di recupero delle banche hanno tradizionalmente assunto un ruolo secondario all'interno del processo creditizio. Ancora oggi, infatti, specialmente nelle banche di piccole dimensioni, le strutture di recupero non dispongono di sistemi, strumenti e personale che consentano una gestione efficace dei crediti problematici e un tempestivo avvio delle azioni di recupero. Non sempre sono presenti procedure di selezione e controllo che consentono l'individuazione degli NPL con maggiore probabilità di recupero su cui concentrare le attività e spesso si evidenzia un'assenza di specializzazione su posizioni creditizie che presentano specifiche caratteristiche.

Angelini (2018) focalizza l'attenzione sulle decisioni che gli intermediari debbano prendere nel caso non si proceda alla cessione di portafogli NPL, ossia gestire i crediti deteriorati internamente oppure esternalizzare il processo di recupero affidandosi a *servicer*. Poiché il recupero crediti rappresenta un'attività specialistica, esso sottolinea come gli intermediari che scelgono di gestire internamente gli NPL debbano investire adeguate risorse umane e finanziarie al fine di sviluppare ed efficientare tale attività.

Il 15 marzo 2018 la BCE ha inoltre pubblicato l'*Addendum* alle linee guida sui crediti deteriorati, "*Aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate*". L'*Addendum* ha integrato le linee guida sugli NPL, di natura qualitativa, che erano state pubblicate il 20 marzo 2017, precisando le aspettative di Vigilanza della BCE con riferimento ai livelli di accantonamento ritenuti prudenti per i nuovi crediti *non-performing*. Pur non avendo carattere vincolante, si è posto alla base del dialogo di vigilanza tra le banche significative e la BCE.

Livelli elevati di NPL incidono infatti sul capitale e sulla raccolta delle banche, riducono la loro redditività, sottraggono risorse che potrebbero essere destinate a impieghi più produttivi e ostacolano l'offerta di credito a famiglie e imprese. Affrontare il problema dei crediti deteriorati è stato quindi importante per la sostenibilità economica delle banche e per l'andamento macroeconomico.

L'*Addendum* è stato emanato con l'obiettivo di integrare gli orientamenti della BCE sugli NPL in relazione alle politiche di accantonamento e *write-off*, specificando le aspettative di vigilanza rispetto ai livelli minimi di accantonamento prudenziale applicabili alle posizioni classificate deteriorate dal 1° aprile 2018.

Le aspettative della BCE si sono basate sia sulla durata temporale di un credito che viene classificato come deteriorato, stabilendo una *vintage* dell'esposizione, sia sulle garanzie reali detenute qualora presenti. L'*Addendum* BCE ha quindi distinto i livelli minimi di copertura tra NPE *secured* – in base alla tipologia di garanzia sottostante – e *unsecured*.

Trattandosi di una misura prudenziale non vincolante, l'adozione del principio del "*prudential backstop*" con l'introduzione dei livelli minimi di copertura ("*minimum loss coverage*"), riportati nella Tavola 1.1, rappresenta un requisito di Pillar II considerato nel Processo SREP.

Tavola 1.1 – *Scheduling* previsto dall'iniziale *Addendum* BCE

Anni Scaduto[6]	*Secured*	*Unsecured*
1°	-	-
2°	-	-
3°	-	100%
4°	40%	
5°	55%	
6°	70%	
7°	85%	
8°	100%	

Fonte: Elaborazione autore su Addendum alle linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL)

Il 14 marzo 2018 la Commissione Europea ha proposto alcune modifiche al Regolamento (UE) n. 575/2013 (c.d. *Capital Requirements Regulation – CRR*) per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate al fine di incrementare i livelli di accantonamento delle banche a fronte dei nuovi crediti deteriorati e per facilitare il deconsolidamento degli NPL esistenti con l'obiettivo finale di ridurre i rischi del settore.

L'approvazione finale del *Compromise Text* da parte del Parlamento Europeo in tema di *Calendar Provisioning* è avvenuta il 14 marzo 2019 con la successiva entrata in vigore a partire dal 26 aprile 2019 (*Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate*).

Il *Calendar Provisioning* ha introdotto un requisito di carattere normativo, il c.d. requisito di "Pillar 1" e, pertanto, è divenuto vincolante per tutte le banche dal momento dell'entrata in vigore (26 aprile 2019; il giorno seguente la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale dell'aggiornamento CRR). Nello specifico:

[6] Dal primo giorno dell'anno di riferimento, ovvero dall'ultimo giorno dell'anno precedente.

- è previsto lo stesso *scheduling* di accantonamenti sui nuovi flussi NPE indipendentemente dal motivo per cui l'esposizione si sia deteriorata;
- per le esposizioni deteriorate non garantite è previsto un calendario di 3 anni;
- per le esposizioni garantite, ammissibili ai sensi del Regolamento (UE) n. 575/2013, è previsto un calendario di 7 o 9 anni.

Il nuovo Regolamento integra, quindi, le norme prudenziali imponendo una deduzione dai Fondi Propri per le esposizioni deteriorate non sufficientemente coperte. Le nuove regole per la copertura minima *standard* delle *non-performing exposures* interessano solo i crediti deteriorati che seguono temporalmente l'entrata in vigore del Regolamento.

La grande differenza rispetto all'*Addendum* BCE è che le nuove norme sono obbligatorie per tutte le banche, mentre l'*Addendum* si applica soltanto caso per caso ai gruppi bancari classificati come significativi. Il requisito normativo di *provisioning* viene pertanto applicato a tutti i crediti erogati a partire dal 26 aprile 2019 e successivamente classificati in *default*. Sono stabiliti gli importi minimi di copertura (c.d. "*minimum loss coverage*") e le componenti per il calcolo del *provisioning*, adottando il principio di "*prudential backstop*". I livelli minimi di copertura vengono distinti tra NPE *secured* da immobili o prestiti su mutui residenziali, da beni mobili (e le restanti tipologie di *collateral* ammissibili), da un'agenzia ufficiale di credito all'esportazione e *unsecured*, indipendentemente dai giorni di scaduto.

Tavola 1.2 – *Scheduling* previsto dal *Calendar Provisioning*

Ingresso a NPE	*A 1 anno*	*A 2 anni*	*A 3 anni*	*A 4 anni*	*A 5 anni*	*A 6 anni*	*A 7 anni*	*A 8 anni*	*A 9 anni*	
NPE *Secured* da immobili o prestiti su mutui residenziali garantiti da un fornitore di protezione ammesso ex art. 201 CRR				**25%**	**35%**	**55%**	**70%**	**80%**	**85%**	**100%**
NPE *Secured* da altre garanzie ammissibili				**25%**	**35%**	**55%**	**80%**	**100%**		
NPE *Secured* da un'agenzia ufficiale di credito all'esportazione								**100%**		
NPE *Unsecured*			**35%**	**100%**						

Fonte: Elaborazione autore su Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate

Il 22 agosto 2019, la BCE ha quindi deciso di rivedere le proprie aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le nuove esposizioni deteriorate definite nell'*Addendum* alle linee guida per le banche sui crediti deteriorati. La decisione è stata assunta tenendo conto dell'adozione del Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 che disciplina il trattamento di Primo Pilastro per le NPE (c.d. "*Calendar Provisioning*").

Questa revisione ha risposto all'impegno della BCE di riconsiderare le aspettative di vigilanza per le nuove NPE una volta ultimata la definizione delle nuove disposizioni legislative concernenti il trattamento di Primo Pilastro delle NPE.

Pertanto, per rendere più coerente il trattamento delle esposizioni deteriorate, sono state apportate le seguenti modifiche alle aspettative di vigilanza comunicate nell'*Addendum*:

- l'ambito di applicazione delle aspettative di vigilanza della BCE per le nuove NPE sarà limitato alle esposizioni deteriorate derivanti da crediti erogati prima del 26 aprile 2019, che non sono soggetti al trattamento di Primo Pilastro. Le NPE derivanti da prestiti erogati a partire dal 26 aprile 2019 saranno invece assoggettate al trattamento di Primo Pilastro;
- i calendari definiti per i relativi accantonamenti prudenziali, il percorso di graduale convergenza verso la piena applicazione e la suddivisione delle esposizioni garantite, nonché il trattamento delle NPE garantite o assicurate da un'agenzia ufficiale per il credito all'esportazione sono stati allineati con il trattamento di Primo Pilastro delle NPE previsto dal nuovo Regolamento.

Le aspettative di vigilanza per le consistenze di NPE (ossia esposizioni classificate come deteriorate al 31 marzo 2018) rimangono invece immutate rispetto alle lettere inviate alle banche nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process* – SREP) e al comunicato stampa del luglio 2018 (c.d. *target* SREP sullo *stock* NPE).

Figura 1.1 – Quadro sintetico dell'approccio regolamentare e di vigilanza per quanto concerne la copertura delle NPE

Fonte: BCE (2019), Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE, 22 agosto

Angelini (2018) ritiene che la regolamentazione relativa all'approccio di calendario avrà gli impatti più significativi in quanto le banche dovranno raggiungere percentuali di svalutazione molto elevate entro tempi prefissati e indipendenti da quelli delle procedure di recupero; di conseguenza per l'Italia si potranno evidenziare problemi sia a livello Paese, in virtù del più alto *NPL Ratio* rispetto alla media europea, sia a livello locale, in virtù dell'eterogeneità che si registra nei tempi medi delle procedure di recupero crediti dei vari tribunali. Per effetto dei diversi livelli minimi di copertura richiesti tra crediti *secured* e crediti *unsecured*, la tematica delle garanzie e la loro idoneità ai fini *calendar provisioning* assumerà ancora più importanza e richiederà maggiore attenzione da parte delle banche. La nuova regolamentazione impatterà anche sulle strategie di gestione degli NPL: le banche dovranno infatti valutare se sia preferibile detenere i crediti deteriorati fino alla conclusione della procedura di recupero oppure cederli prima. In quest'ultimo caso sarà fondamentale pianificare quando procedere alle dismissioni dei portafogli NPL in modo da non registrare contestualmente significative perdite in contro economico. Altro aspetto riguarda la gestione di crediti deteriorati diversi dalle sofferenze quali le inadempienze probabili (*unlikely to pay* – UTP); nella regolamentazione si parla infatti indistintamente di esposizioni deteriorate non prestando particolare attenzione tra debitori che hanno possibilità di tornare *in bonis* e quelli invece sui quali le uniche opzioni di recupero per le banche sono rappresentate dalle

escussioni delle garanzie. Il rischio è che il *calendar provisioning* incentivi le banche ad azionare le procedure di recupero anche su posizioni che evidenziano segnali di ripresa con l'obiettivo di ridurre le tempistiche di recupero e, di conseguenza, gli effetti dello *scheduling* degli accantonamenti. Ciò in virtù del fatto che i livelli minimi di copertura vengono applicati indipendentemente dalla tipologia di credito deteriorato (sia esso sofferenza o inadempienza probabile).

Montanaro (2019) evidenzia come una vigilanza più intrusiva abbia contribuito ai recenti risultati positivi in termini di riduzione dello *stock* di NPL. Esistono tuttavia differenze tra i vari Paesi dell'Area Euro derivanti dalle specifiche fragilità dei singoli Stati e dai diversi vincoli derivanti dal nuovo quadro regolamentare sulla gestione delle crisi bancarie. Nonostante gli evidenti miglioramenti relativi alla qualità degli attivi, molte banche europee, pur rispettando i requisiti minimi patrimoniali, mostrano ancora segnali di vulnerabilità. In questo ambito, il *calendar provisioning* rappresenta una significativa innovazione normativa: definisce infatti la relazione tra capitale bancario e rettifiche su crediti. L'autrice rileva tuttavia come non sia stata prestata sufficiente attenzione a ciò che dovrebbe essere il principale scopo nel trattare la tematica NPL, ossia massimizzare il numero e l'ammontare dei crediti deteriorati restituiti allo *status* di *performing*.

Rispetto allo *stock* NPE esistente al 31 marzo 2018[7], la BCE ha invece fissato i primi *target* SREP per le banche sotto la sua diretta supervisione; sono stati previsti, a partire dal 2020, livelli minimi di copertura fino a svalutare integralmente l'ammontare esistente di crediti deteriorati in un arco pluriennale predefinito (entro il 2026). Per poter assegnare i *target*, la BCE ha distinto le banche sotto la sua diretta supervisione in tre gruppi (Gruppo 1: *NPL Ratio* netto al di sotto del 5%; Gruppo 2: *NPL Ratio* netto tra il 5% e il 12,5%; Gruppo 3: *NPL Ratio* netto al di sopra del 12,5%) in base alla capacità di coprire le NPE e al livello di *NPL Ratio*. Sono stati pertanto definiti diversi percorsi di convergenza verso livelli di copertura completa per le NPE *unsecured*/*secured* dopo 2/7 anni di anzianità tenendo conto delle specifiche situazioni individuali di ciascuna banca.

[7] Con un comunicato stampa dell'11 luglio 2018, la Banca Centrale Europea ha annunciato ulteriori passi nella definizione dell'approccio di vigilanza per le consistenze di NPL. Nello specifico, l'Autorità di Vigilanza ha comunicato che, per fronteggiare le consistenze pregresse di NPL, sarebbero state discusse le aspettative di vigilanza riguardo ai relativi accantonamenti a livello di singola banca.

Figura 1.2 – Percorsi di graduale convergenza verso l'applicazione delle raccomandazioni sulla copertura delle NPE

		Gruppo 1	Gruppo 2	Gruppo 3
Prestiti garantiti > 7 anni	Data di avvio della policy	2020	2020	2020
	Obiettivo di copertura iniziale (%)	60	50	40
	Incremento annuale della copertura (p.p.)	10	10	10
	Piena applicabilità (ossia 100%)	2024	2025	2026
	Percorso lineare prima di 7 anni	No	No	no
Prestiti non garantiti > 2 anni	Data di avvio della policy	2020	2020	2020
	Obiettivo di copertura iniziale (%)	70	60	50
	Incremento annuale della copertura (p.p.)	10	10	10
	Piena applicabilità (ossia 100%)	2023	2024	2025
	Percorso lineare prima di 2 anni	No	No	no

Fonte: BCE (2019), Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE, 22 agosto

1.2 Studi empirici sulle determinanti dei *non-performing loans* e sull'attività di recupero

La letteratura ha fornito importanti spunti sulla tematica dei crediti *non-performing* indagando ampiamente le cause che provocano l'accumularsi degli NPL nei bilanci bancari. Sono state analizzate sia variabili macroeconomiche sia variabili *bank-specific*.

Con riferimento alle determinanti macroeconomiche degli NPL, *Beck et al.* (2013), utilizzando una molteplicità di dati *panel* su un campione di settantacinque Paesi, scelti in funzione del peso dei crediti deteriorati nei rispettivi sistemi bancari, nel periodo 2000 – 2010, evidenziano come le variabili che influenzano significativamente l'*NPL Ratio* siano: il tasso di crescita del PIL reale, i corsi azionari, il tasso di cambio e il tasso di interesse sui crediti. La determinante più significativa per l'andamento degli NPL risulta essere il tasso di crescita del PIL reale. Per i Paesi con specifiche vulnerabilità caratterizzati da un'elevata quota di passività denominate in valuta estera, anche il deprezzamento del tasso di cambio può comportare un aumento dei crediti deteriorati. Relativamente ai prezzi azionari, invece,

l'impatto negativo sulla qualità degli attivi è maggiore per le economie avanzate e con mercati finanziari particolarmente ampi. Infine, il tasso di interesse sui prestiti influisce negativamente sull'evoluzione degli NPL a causa dei maggiori costi di finanziamento che i debitori con contratti a tasso variabile potrebbero sostenere.

Sulla stessa linea, *Jakubík* e *Reininger* (2013), mediante un'analisi di dati *panel* su nove Paesi dell'Area CESEE (*Central, Eastern and South-Eastern Europe*) nel periodo 2004 – 2012, cercano di individuare le variabili che incidono sui crediti deteriorati. I risultati confermano come il PIL reale sia il principale fattore che influenza gli NPL e come lo stesso sia negativamente correlato con l'andamento delle esposizioni deteriorate. Oltre al PIL, altre determinanti significative risultano essere la domanda domestica, le esportazioni e il rapporto tra credito privato e PIL, che evidenzia anch'esso un impatto significativo.

Sempre considerando le variabili macroeconomiche, *Nkusu* (2011) analizza l'incidenza delle stesse sui *non-performing loans*. Utilizzando un campione di ventisei Paesi caratterizzati da economie avanzate, tra i quali anche l'Italia, nel periodo 1998 – 2009, i risultati ottenuti indicano una correlazione tra la variazione dei fattori macroeconomici, quali PIL e disoccupazione, e gli NPL.

Tanaskovic e Jandrić (2015) considerano, oltre ai fattori macro e finanziari, anche alcune variabili istituzionali focalizzandosi su un campione di Paesi dell'Area CEE (*Central and Eastern Europe*) e SEE (*South-East Europe*) nel periodo compreso tra il 2006 e il 2013. I risultati mostrano ancora come esista una correlazione negativa tra PIL e NPL mentre la quota di debiti detenuta in valuta estera e il livello dei tassi di cambio risultano positivamente correlati con i crediti deteriorati. Relativamente alle variabili istituzionali (qualità dell'*auditing*, sviluppo del mercato finanziario e solidità del sistema bancario), solo il livello di sviluppo del mercato finanziario appare statisticamente significativo in relazione al livello dei crediti deteriorati. Per gli autori, con un mercato finanziario più sviluppato, il livello degli NPL dovrebbe essere inferiore in virtù della possibilità di ricorso a fonti alternative di finanziamento.

Relativamente al contesto italiano, *Quagliariello* (2007) conduce uno studio su un ampio campione di intermediari italiani nel periodo 1985 – 2002 indagando la natura ciclica delle rettifiche su crediti e degli NPL. I risultati ottenuti dimostrano come il ciclo economico incida sia sulle rettifiche sui prestiti sia sul flusso di nuovi crediti *non-performing*; l'impatto su tali grandezze è inoltre tanto più significativo quanto più lungo è il periodo di recessione.

Bofondi e *Ropele* (2011) esaminano le determinanti macroeconomiche della qualità dei crediti delle banche in Italia nel periodo compreso tra il primo trimestre 1990 e il secondo trimestre 2010. Essi utilizzano un indicatore denominato "*new bad loans ratio*" espressione del rapporto tra il flusso di nuove sofferenze maturate nel periodo di riferimento e lo *stock* di crediti *in bonis* alla fine del precedente periodo. La qualità dei prestiti viene analizzata separatamente tra famiglie e imprese; secondo gli autori, infatti, le variabili macro influenzano in modo diverso le due categorie di debitori. Lo studio dimostra, da un lato, come la qualità dei crediti sia influenzata da variabili macroeconomiche quali l'andamento dell'economia, i tassi di interesse sui prestiti e il peso del debito e, dall'altro, come i cambiamenti nelle condizioni macroeconomiche influenzino generalmente la qualità dell'attivo delle banche con un ritardo temporale.

Mohaddes et al. (2017) dimostrano invece come esista una soglia di crescita del PIL reale italiano oltre la quale il rapporto tra crediti deteriorati e totale crediti (c.d. *NPL Ratio*) decresce in modo significativo. Gli autori constatano come la crescita del PIL reale superiore all'1,2%, se sostenuta per un certo numero di anni, produca una significativa contrazione dell'*NPL Ratio*. Per raggiungere tali risultati occorre tuttavia attuare, in modo deciso, ulteriori misure quali la riduzione del debito pubblico e il miglioramento della qualità della politica fiscale.

Con riferimento agli studi che si soffermano sia su variabili macroeconomiche sia su fattori *bank-specific*, indicando come entrambi influenzino l'andamento dei crediti deteriorati, *Louzis et al.* (2010), analizzando il sistema bancario greco, evidenziano come le determinanti macro più significative risultino essere il tasso di crescita del PIL reale, il tasso di disoccupazione e i tassi di interesse sui prestiti, mentre il fattore più importante riconducibile direttamente al settore bancario è rappresentato dalla qualità del *management* misurata attraverso indicatori di *performance* e di efficienza.

Anche *Messai* e *Jouini* (2013), considerando un campione di ottantacinque banche di tre diversi Paesi europei (Italia, Grecia e Spagna) nel periodo 2004 – 2008, hanno analizzato sia variabili macroeconomiche (tasso di crescita del PIL, tasso di disoccupazione e tasso di interesse reale) sia variabili *bank-specific* (*Return on Assets* – ROA, variazione dei prestiti e rapporto tra fondo svalutazione crediti e totale crediti). Dallo studio si riscontra come l'*NPL Ratio* sia correlato negativamente con il tasso di crescita del PIL e la redditività dell'attivo bancario e positivamente con il tasso di disoccupazione, il tasso di interesse reale e il rapporto tra fondo svalutazione crediti e totale crediti.

Klein (2013), considerando sedici Paesi dell'Area CESEE nel periodo compreso tra il 1988 e il 2011, dimostra come i crediti deteriorati siano effettivamente influenzati da fattori macroeconomici e *bank-specific*. I risultati ottenuti mostrano come un aumento della disoccupazione, un deprezzamento dei tassi di cambio e un aumento dell'inflazione comportino un incremento degli NPL mentre una crescita del PIL implica una riduzione degli stessi. Relativamente alle variabili di natura bancaria, il *Return On Equity* (ROE) e il rapporto *equity/asset* risultano negativamente correlati con gli NPL mentre un'eccessiva attività di *lending* (misurata dal rapporto *loan to asset* e dal tasso di crescita dei prestiti bancari) contribuisce all'aumento dei crediti deteriorati. Occorre inoltre sottolineare come l'autore abbia riscontrato una relazione biunivoca tra l'economia reale e il sistema bancario: sebbene l'andamento degli NPL sia influenzato dalle condizioni macroeconomiche, come la variazione del PIL, i risultati suggeriscono come un aumento dei crediti deteriorati abbia un conseguente impatto sulla crescita dell'economia, sulla disoccupazione e sull'inflazione confermando quindi come la fragilità del sistema bancario comporti una più difficoltosa ripresa economica.

Makri et al. (2014), analizzando l'evoluzione dei crediti deteriorati del sistema bancario dell'Eurozona nel periodo 2000 – 2008, ossia poco prima dell'inizio della recessione, evidenziano ancora come la relazione tra le variabili macroeconomiche e *bank-specific* e gli NPL risulti significativa. I risultati mostrano infatti forti correlazioni tra NPL e diversi fattori macro (debito pubblico, tasso di disoccupazione e tasso di crescita del PIL) e *bank-specific* (coefficiente di adeguatezza patrimoniale e ROE).

Bussoli et al. (2020), attraverso un'analisi condotta nel periodo 2013 – 2017 su un campione di 711 banche europee con diversa specializzazione, confermano come le variabili macroeconomiche quali un elevato debito pubblico e un alto tasso di disoccupazione siano associate a un incremento dei crediti deteriorati. Relativamente invece alle determinanti *bank-specific*, una maggiore redditività media dell'attivo (*Return on Average Assets* – ROAA) e un maggior livello di patrimonializzazione contribuiscono a ridurre l'incidenza degli NPL e gli accantonamenti per perdite su crediti. Lo studio analizza inoltre l'associazione tra qualità dei crediti e numero di filiali delle banche: i risultati dimostrano come una maggiore diffusione territoriale comporti una peggiore qualità del credito. La maggiore dimensione delle banche può tuttavia ridurre tale effetto negativo.

Con riferimento agli studi riguardanti l'incidenza delle variabili *bank-specific*, *Boudriga et al.* (2009) propongono un'analisi di dati *panel* su un campione di cinquantanove Paesi nel

periodo 2002 – 2006 con l'obiettivo di individuare le determinanti degli NPL e il potenziale impatto dei fattori regolamentari sull'esposizione al rischio di credito. I risultati dello studio dimostrano come elevati livelli di adeguatezza patrimoniale e prudenti politiche di accantonamento, nonché proprietà private, presenza di capitali stranieri e concentrazioni nel sistema bancario, contribuiscano a ridurre il livello dei crediti *non-performing*. Diversamente, i dispositivi regolamentari producono effetti controproducenti sugli NPL e non migliorano in modo significativo l'esposizione al rischio di credito per i Paesi caratterizzati da istituzioni deboli, corruzione e scarsa democrazia. Inoltre, gli autori sostengono che per ridurre l'esposizione al rischio di credito occorrerebbe migliorare il sistema giuridico, rafforzare le istituzioni e incrementare la trasparenza e la democrazia piuttosto che focalizzarsi esclusivamente su questioni regolamentari e di vigilanza.

Relativamente al settore bancario italiano, *Chiorazzo et al.* (2014) propongono uno studio incentrato sulle determinanti *bank-specific* del deterioramento del credito utilizzando un nuovo indicatore di rischio creditizio espresso dal tasso di decadimento di tutti i crediti deteriorati anziché considerare il tasso di decadimento calcolato sulle sole sofferenze. La ricerca, condotta su un campione di trentotto gruppi bancari italiani nell'orizzonte temporale 2006 – 2012, dimostra come una più alta crescita del rischio di credito si evidenzi in banche meno efficienti e meno redditizie e con una più elevata incidenza del reddito da interessi. Ridotta sembra, invece, la relazione tra la crescita del rischio di credito e l'area di operatività delle banche.

La letteratura ha fornito inoltre importanti contributi sull'attività di recupero dei crediti *non-performing*.

Caselli et al. (2008) verificano l'esistenza di una relazione tra il tasso di perdita in caso di *default* (*LGDR – loss given default rate*) e il contesto macroeconomico analizzando 11.619 crediti bancari relativi al mercato italiano. Per le famiglie, l'LGDR risulta più sensibile al *default-to-loan ratio*, al tasso di disoccupazione e ai consumi. Relativamente alle imprese, l'LGDR è invece influenzato dal numero totale di occupati e dal tasso di crescita del PIL.

Khieu et al. (2012) stimano un modello per il recupero dei crediti utilizzando variabili quali le caratteristiche dei prestiti e dei debitori, le condizioni macroeconomiche e altre specifiche determinanti del processo di recupero. Essi dimostrano come le caratteristiche del credito risultino maggiormente significative rispetto a quelle del debitore prima del *default*. Inoltre,

evidenziano come le variabili macroeconomiche e le procedure relative ai fallimenti e ai concordati siano rilevanti ai fini dei tassi di recupero.

Franks e *Sussman* (2015) rilevano come, nelle fasi di recessione economica, la durata dell'attività di recupero tenda ad aumentare in virtù del maggior numero di procedure che i tribunali devono gestire.

Betz at al. (2018) evidenziano inoltre come, poiché la perdita in caso di *default* dipende dagli importi recuperati durante le diverse fasi economiche che potrebbero registrarsi nel corso del processo di risoluzione di un credito, risulti difficile identificare quali variabili possano meglio spiegare la relazione tra contesto economico e *loss given default*. Essi sottolineano come la durata dei processi di recupero influenzi i relativi *recovery rate*.

1.3 Contributi in materia di *non-performing loans*

Vari autori hanno affrontato il tema dei *non-perfoming loans* fornendo importanti spunti relativamente alle tecniche di gestione, agli effetti sull'economia reale e sulle banche derivanti dal loro smobilizzo, alle possibili soluzioni da adottare per facilitarne la riduzione e alle analisi strategiche, gestionali e operative degli intermediari finanziari che operano all'interno del mercato NPL.

Malinconico (2015) ritiene che la soluzione al problema dei deteriorati sia connessa alla capacità di sviluppare, all'interno delle banche, una gestione efficiente del recupero basata su diversi elementi: i) strategia di recupero (devono essere definite strategie standardizzate caratterizzate dalla velocità e tempestività del recupero e dall'economicità delle azioni poste in essere); ii) struttura organizzativa (vi deve essere una specializzazione per tipologia di credito) e iii) risorse e competenze (occorrono professionisti organizzati in *team* con elevate competenze specialistiche). Il grado di efficienza con cui la banca svolge il processo di recupero influenza il suo equilibrio economico-finanziario. Lo studio propone inoltre diverse opzioni strategiche per la gestione degli NPL: i) gestione *in house*; ii) *servicing* interno; iii) *outsourcing*; iv) cessione-cartolarizzazione. Poiché l'obiettivo della banca deve essere quello di massimizzare il valore del recupero, minimizzare i tempi e sostenere costi minimi, essa deve scegliere il giusto *mix* tra tali opzioni.

Beccalli (2019) evidenzia come esista un limite di velocità con cui gestire la cessione degli NPL: le banche e le Autorità di Vigilanza dovrebbero puntare alla massima velocità

rispettando tuttavia un limite che è peraltro difficile da definire *ex ante*. La cessione dei crediti deteriorati migliora rapidamente la qualità degli attivi delle banche ma trasferisce il problema su altri operatori più opachi e non regolamentati dalla disciplina bancaria. Occorre pertanto una politica del credito più attenta e un ritorno alla gestione interna caratterizzata dalla presenza in banca di analisti del credito specializzati. Altra opzione rispetto alla gestione interna è rappresentata dalla cessione degli NPL a fondi con contestuale sottoscrizione delle quote da parte delle stesse banche cedenti. Secondo l'autrice anche il legislatore dovrebbe favorire il recupero dei crediti deteriorati così da evitare il rischio che cessioni sistematiche e consistenti di NPL a operatori non bancari possano determinare conseguenze quali il mancato supporto finanziario a imprese che presentino ancora possibilità di ripresa.

Cesarini (2019) rileva come la spinta regolamentare nei confronti delle banche a ridurre i crediti deteriorati dai propri bilanci abbia prodotto cessioni massive di portafogli NPL a operatori specializzati piuttosto che incentivare le banche a gestirne internamente il recupero. In tale contesto si è sviluppato un mercato di crediti *non-performing* caratterizzato da *player* non bancari il cui principale obiettivo è rappresentato dal recuperare il credito acquisito nella maggior misura e in un minor tempo possibile così da ottenere il massimo rendimento determinato dalla differenza tra l'entità del recupero e il prezzo pagato per acquisire il credito dalla banca cedente. Le banche, che dovranno confrontarsi nel tempo con tali operatori sia attraverso forme di collaborazione sia in veste di concorrenti, devono tuttavia tornare a gestire con competenza ed efficacia i crediti UTP. Le cessioni di questa categoria di crediti comportano infatti effetti negativi sia per il debitore ceduto sia per l'intero sistema economico: clienti che presentano capacità di ripresa difficilmente potranno aspettarsi una forma di sostegno da parte di un acquirente specializzato nel solo recupero dei crediti con contestuali conseguenze in termini di produzione, occupazione e grado di concorrenzialità dei mercati.

Resti (2019) evidenzia le quattro principali leve che possono essere utilizzate per ridurre l'elevato *stock* di NPL: i) processi di recupero, che dovrebbero essere migliorati investendo in migliori architetture IT e competenze professionali specializzate; ii) vendite di portafogli NPL, che, seppur interessanti, potrebbero tuttavia distruggere valore per gli azionisti e i debitori; iii) innovazioni regolamentari che potrebbero aiutare lo sviluppo del mercato; iv) *Asset Management Company* (AMC) che potrebbero facilitare le banche a non liquidare in maniera disordinata i propri crediti deteriorati.

Relativamente all'impatto della riduzione degli NPL sull'economica reale, *Balgova et al.* (2016), utilizzando un campione di 100 Paesi nel periodo 1997 – 2014, evidenziano come la contrazione dell'*NPL Ratio* abbia effetti positivi: i Paesi che hanno ridotto il loro *NPL Ratio* hanno infatti registrato una crescita del PIL più rapida, evidenziato maggiori investimenti e goduto di migliori risultati in termini di occupazione.

Per quanto riguarda invece gli effetti sulle banche cedenti, la strategia di cessione dei crediti deteriorati può apportare benefici in termini di capitale (miglioramento dell'adeguatezza patrimoniale delle banche per effetto della riduzione dell'attivo ponderato), di liquidità (afflussi di liquidità derivanti dallo smobilizzo dei crediti), di redditività (migliori indici di profittabilità quali l'EBITDA, il ROE, ecc.) e di rischiosità (minori assorbimenti patrimoniali) (*Constâncio*, 2017). Attraverso lo smobilizzo dei crediti *non-performing* è inoltre possibile sostenere l'attività creditizia liberando risorse da trasferire a nuovi impieghi.

In tale contesto, un ruolo chiave è rappresentato dal prezzo di cessione degli NPL che risulta spesso inferiore al valore di iscrizione in bilancio di tali crediti. Le principali ragioni, alla base del differenziale tra il valore al quale le sofferenze sono iscritte nei bilanci delle banche e quello che operatori di mercato specializzati sarebbero disposti a offrire per acquistarle, sono in larga misura riconducibili ai diversi criteri di valutazione impiegati a fini di bilancio rispetto a quelli utilizzati dagli investitori per la determinazione dei prezzi di acquisto. *Ciavoliello et al.* (2016) mostrano come i diversi criteri di valutazione possano, da soli, spiegare per intero la differenza tra il valore di bilancio delle sofferenze e il prezzo offerto da un investitore, e che tale differenza è proporzionale alla lunghezza dei tempi di recupero (giudiziali o stragiudiziali). I tempi di recupero giocano pertanto un ruolo fondamentale nella valorizzazione di tali attivi.

Nel caso in cui vi sia una significativa differenza tra prezzo di cessione dei crediti *non-performing* e valore di bilancio degli stessi, la banca cedente evidenzierebbe una perdita tale da neutralizzare gli impatti positivi che lo smobilizzo degli NPL produce sui coefficienti patrimoniali per mezzo della riduzione degli RWA (*Angelini*, 2018).

La Torre et al. (2019) dimostrano come lo smobilizzo degli NPL produca un *wealth effect* positivo per le banche che si liberano degli attivi creando, dunque, valore per gli azionisti. L'analisi evidenzia come il mercato azionario tenda ad apprezzare maggiormente le operazioni in cui vengono trasferiti significativi livelli di NPL e le operazioni realizzate da banche di rilevanza sistemica. Il trasferimento dei crediti deteriorati è pertanto valutato in

modo favorevole in ragione di possibili effetti positivi che ne potrebbero derivare in termini di requisiti patrimoniali e afflusso di liquidità.

La letteratura sostiene inoltre come sia necessaria una separazione dei crediti *non-performing* dall'attività *core* delle banche. Tale separazione è infatti essenziale per una "riabilitazione" del sistema bancario sebbene il mercato secondario dei crediti sia illiquido e afflitto da problemi di valutazione e condivisione delle informazioni. Viene quindi evidenziata, come strumento di risoluzione, la necessità di società indipendenti di *asset management*.

Demertzis e *Lehmann* (2017) sostengono come sia necessario rafforzare le politiche in quattro settori chiave. Innanzitutto, occorre ricapitalizzare le banche per consentire loro di rettificare adeguatamente i crediti deteriorati, partecipare attivamente alla ristrutturazione del debito oppure procedere alla cancellazione di crediti che non presentano prospettive di ripresa. In secondo luogo, occorre incoraggiare ulteriori riforme legali supportate anche da una adeguata capacità di ristrutturazione all'interno delle banche e nel settore privato, anche attraverso l'attrazione di investitori specializzati. In terzo luogo, occorre creare un regime fiscale e una flessibilità nella strategia di *revenue management* che incoraggi il settore pubblico a partecipare alla ristrutturazione del debito. Infine, occorre costituire società di *asset management* che possano superare i vari fallimenti del mercato in termini di rimozione delle attività deteriorate dai bilanci delle banche. Viene inoltre evidenziato come gli sforzi necessari per ridurre e rimuovere i crediti deteriorati dai bilanci delle banche debbano essere sostenuti anche da una riduzione dell'eccessivo debito esistente. Ciò al fine di assicurare che i bilanci delle banche tornino a livelli sostenibili e la domanda e l'offerta di nuovo credito ripartano.

Aiyar et al. (2015) sostengono come l'accelerazione della risoluzione degli NPL in Europa richieda un approccio globale basato su tre aspetti chiave. Il primo riguarda il rafforzamento della vigilanza prudenziale per incentivare le banche a cancellare o ristrutturare i crediti deteriorati. Il secondo aspetto riguarda le riforme volte a migliorare i regimi di esecuzione del debito e le procedure di insolvenza. Il terzo riguarda lo sviluppo di mercati relativi ai crediti deteriorati.

Demertzis e *Lehmann* (2017) sostengono come una strategia generale per fronteggiare le attività deteriorate preesistenti debba includere strategie nazionali di riduzione del debito che

guidino obiettivi di riduzione degli NPL delle banche, il rafforzamento della regolamentazione e la creazione di un modello per le società nazionali di *asset management*.

Relativamente invece al mercato dei crediti deteriorati, *Tutino* e *Tutino* (2020) evidenziano come occorra focalizzare l'attenzione sui problemi strategici, gestionali e operativi degli intermediari finanziari che operano anche come *servicer*. Ciò è indispensabile al fine di analizzare il significativo e recente sviluppo del mercato secondario e le specificità degli operatori NPL. Gli autori pongono in risalto due tematiche fondamentali. La prima riguarda l'ipotetico corto circuito degli equilibri del sistema NPL. Intermediari-*servicer* che registrano *performance* di recupero minori rispetto a quanto previsto dai *business plan* dell'investimento potrebbero vedersi costretti a ricedere sul mercato secondario portafogli NPL a prezzi inferiori rispetto a quanto corrisposto alla banca cedente in fase di acquisizione. Se ciò avvenisse in modo continuativo e ordinario, le difficoltà verrebbero trasferite nuovamente alle banche. I prezzi di cessione sul mercato primario verrebbero infatti influenzati dalle transazioni registrate sul mercato secondario con conseguenti impatti sulla stabilità delle banche. Il secondo tema riguarda l'esigenza di condurre un'indagine conoscitiva approfondita sugli intermediari-*servicer*. È necessario, infatti, comprendere le caratteristiche operative di tali operatori così da evidenziare i modelli di equilibrio o di tendenziale squilibrio che si sono affermati all'interno del mercato dei crediti *non-performing* e rilevare, se e in quale misura, il mercato secondario degli NPL possa produrre conseguenze negative sul mercato primario.

Malinconico (2020) rileva infine come le banche italiane, relativamente alla gestione dei crediti deteriorati, possano far affidamento, nell'affrontare la crisi derivante dall'emergenza COVID-19 rispetto alla crisi finanziaria del 2008, su migliori prassi gestionali interne, su un mercato molto sviluppato e su *servicer* che offrono una vasta gamma di servizi. Tuttavia, i vincoli e i costi che derivano dall'inefficienza del sistema giudiziario rendono molto più complesse e costose le procedure di recupero dei crediti *non-performing* rispetto agli altri Paesi europei.

2. LE *NON-PERFORMING EXPOSURES* IN EUROPA: DEFINIZIONE ED EVOLUZIONE

2.1 Definizione e classificazione delle esposizioni deteriorate

I crediti deteriorati derivano dall'esercizio dell'attività bancaria che, così come disciplinato dall'art. 10 del Testo Unico Bancario (TUB), ha carattere d'impresa e consiste nella raccolta di risparmio tra il pubblico e nell'esercizio del credito.

La banca, nell'esercizio della propria attività di intermediazione creditizia, si espone pertanto al rischio di credito, ovvero al rischio di perdita derivante dall'insolvenza o dal peggioramento del merito creditizio delle controparti affidate. Nel primo caso siamo di fronte al *default* della controparte finanziata mentre nel secondo caso si parla di temporanee difficoltà del debitore a adempiere alle proprie obbligazioni.

Durante la fase di vita del credito, la banca monitora che il cliente debitore conservi condizioni economico-finanziarie tali da garantire il rimborso del finanziamento accordato in modo da intercettare eventuali difficoltà dello stesso e porre in essere i dovuti interventi affinché l'esposizione non venga classificata come deteriorata.

Secondo il paragrafo 145 dell'allegato V del "*Regolamento di Esecuzione (UE) 2015/227 della Commissione del 9 gennaio 2015 che modifica il regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda le segnalazioni degli enti a fini di vigilanza conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio*" (noto come "*Norme tecniche di attuazione dell'EBA sulle segnalazioni di vigilanza*")[8], sono considerate deteriorate le esposizioni che soddisfano uno qualsiasi dei seguenti criteri:

1. esposizioni rilevanti scadute da oltre 90 giorni;
2. esposizioni per le quali è considerato improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l'escussione delle garanzie, indipendentemente dall'esistenza di importi scaduti o dal numero di giorni di arretrato.

[8] Cfr. EBA/ITS/2013/03/rev1 del 24/07/2014 "*Final draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013*".

Inoltre, "*le esposizioni che sono considerate in stato di default conformemente all'articolo 178 del CRR e le esposizioni che hanno subito una riduzione di valore ai sensi della disciplina contabile applicabile devono sempre essere considerate esposizioni deteriorate*"[9].

Questa nuova definizione di credito deteriorato ha portato i Paesi membri dell'Unione Europea a adeguare la loro regolamentazione per un adattamento uniforme alla disciplina. La crescita dei crediti deteriorati avvenuta negli ultimi anni aveva infatti reso il tema di centrale rilevanza non solo per le banche, ma anche per le Autorità, le quali, nel 2013, sono dovute intervenute a livello normativo per uniformare il concetto di esposizione *non-performing* tra i vari paesi dell'Unione Europea, ognuno dei quali presentava una definizione differente.

L'obiettivo dell'Autorità Bancaria Europea è stato quello di rendere i bilanci delle banche europee, e nello specifico l'attivo patrimoniale, ancora più confrontabili tra di loro. Prima dell'intervento dell'EBA, infatti, era impraticabile non solo il confronto tra i volumi di NPE, ma anche la comparazione e l'analisi delle banche dei diversi Paesi.

In Italia, le novità introdotte dall'EBA sono state recepite all'interno della Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 (Fascicolo "Matrice dei Conti") – 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015 della Banca d'Italia dove si definiscono attività finanziarie deteriorate "*le esposizioni creditizie per cassa (finanziamenti e titoli di debito) e "fuori bilancio" (garanzie rilasciate, impegni irrevocabili e revocabili a erogare fondi, ecc.) verso debitori che ricadono nella categoria "non-performing" come definita nel Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione, e successive modificazioni e integrazioni (Implementing Technical Standards).*"

La classificazione fornita dalla Circolare n. 272/2008 della Banca d'Italia, prima del suo 7° aggiornamento[10], prevedeva quattro possibili categorie di crediti problematici:

- esposizioni scadute e/o sconfinanti;
- esposizioni ristrutturate;
- incagli;

[9] Cfr. Paragrafo 147 dell'allegato V delle Norme tecniche di attuazione dell'EBA sulle segnalazioni di vigilanza.

[10] Cfr. Banca d'Italia, Circolare n. 272 del 30 luglio 2008, Aggiornamento n. 7 del 20 gennaio 2015.

- sofferenze.

Le due categorie esposizioni ristrutturate e incagli sono state poi sostituite dalla categoria delle inadempienze probabili. Ciascuna classe sottendeva un diverso grado di deterioramento e differenti caratteristiche.

L'attuale classificazione delle attività finanziarie deteriorate prevede, invece, due categorie:

- *Non-Performing Exposures* (NPE), ossia le esposizioni creditizie deteriorate che si suddividono, in termini di problematicità crescenti per la banca, in:
    - *Esposizioni Scadute e/o Sconfinanti deteriorate*: esposizioni per cassa e "fuori bilancio", diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili, che, alla data di riferimento della segnalazione, sono scadute o sconfinanti da oltre 90 giorni;
    - *Inadempienze Probabili*: esposizioni per cassa e "fuori bilancio" la cui classificazione è il risultato del giudizio della banca circa l'improbabilità che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie;
    - *Sofferenze*: esposizioni per cassa e "fuori bilancio" nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita della banca;
- *Non-Performing Exposures with forbearance measures*, ossia le esposizioni oggetto di concessioni (in tal caso la controparte è già classificata in una delle sottocategorie di crediti deteriorati al momento della concessione o la concessione comporta una classificazione della controparte tra i crediti deteriorati).

La categoria delle esposizioni *non-performing* è separata in modo netto da quella delle esposizioni *performing* mentre le esposizioni *forborne*, ossia quelle per le quali è stata concessa una *forbearance measure* (esposizioni oggetto di concessioni), possono essere identificate sia tra le *performing* sia tra le *non-performing*.

L'attributo di "esposizioni oggetto di concessione" ("*forbearance*"), trasversale alle posizioni *in bonis* e alle esposizioni deteriorate, presuppone la verifica delle seguenti condizioni regolamentari:

- rinegoziazione delle condizioni contrattuali e/o definizione di un piano di rientro e/o rifinanziamento – totale o parziale – del credito oggetto di analisi;
- presenza alla data di delibera della concessione di una situazione di difficoltà finanziaria che il cliente sta affrontando o è in procinto di affrontare. Tale condizione si presume automaticamente soddisfatta qualora la concessione riguardi un'esposizione deteriorata, mentre discende da una valutazione *ad hoc* della controparte in caso di crediti *in bonis*.

Le esposizioni *forborne*, in funzione dello stato deteriorato o in *bonis* del cliente, sono pertanto distinte in:

- *esposizioni oggetto di concessioni deteriorate*: le esposizioni creditizie oggetto di rinegoziazione/piano di rientro/rifinanziamento già classificate a deteriorate prima della concessione o classificate come deteriorate a seguito della stessa o successivamente;
- *le altre esposizioni oggetto di concessione*: le esposizioni creditizie oggetto di rinegoziazione/piano di rientro/rifinanziamento per difficoltà finanziaria del cliente ma che non hanno i presupposti per essere ricondotte nella categoria di cui al punto precedente.

Negli ultimi anni è emersa inoltre una mole significativa di regolamentazione riguardo alla definizione regolamentare di *default* con l'obiettivo di rafforzare il "*level playing field*" nel mercato europeo del credito; più in particolare:

- gli Orientamenti dell'EBA sull'applicazione della definizione di *default* ai sensi dell'articolo 178 del Regolamento (UE) n. 575/2013 (EBA/GL/2016/07) ("*Guidelines on the application of the definition of default under Article 178 of Regulation (EU) No 575/2013*");
- gli Standard Tecnici Regolamentari dell'EBA sulla soglia di materialità per le obbligazioni creditizie in arretrato ai sensi dell'art. 178 del Regolamento (UE) n. 575/2013 (EBA/RTS/2016/06) ("*Regulatory Technical Standards on the materiality threshold for credit obligations past due under Article 178 of Regulation (EU) No 575/2013*");

– le Norme tecniche di regolamentazione relative alla soglia di rilevanza delle obbligazioni creditizie in arretrato previste dal Regolamento Delegato (UE) n. 171/2018 della Commissione Europea del 19 ottobre 2017;

– la Comunicazione del 26 giugno 2019 della Banca d'Italia in tema di "*Segnalazioni statistiche di vigilanza e bilancio delle banche: modifiche relative alla qualità del credito*" (si tratta di modifiche alle definizioni di esposizioni creditizie deteriorate applicate nelle segnalazioni statistiche di vigilanza e nel bilancio delle banche, al fine di tener conto di quanto previsto dal Regolamento Delegato (UE) n. 171/2018 e degli Orientamenti dell'EBA).

L'introduzione di una nuova definizione di *default*, che entrerà in vigore nel 2021, nasce da una esigenza di armonizzazione delle diverse prassi utilizzate nei Paesi dell'Unione Europea, a sua volta finalizzata a rendere confrontabili i parametri di rischio e il capitale regolamentare degli istituti di credito aventi sede in differenti Stati membri.

Il punto di partenza delle nuove regole è l'articolo 178 del Regolamento (UE) n. 575/2013 ("*Capital Requirements Regulation – CRR*") che considera un debitore in *default* qualora si verifichino entrambi o uno dei seguenti eventi:

1. condizione soggettiva ("*unlikeliness to pay*"): la banca giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie verso l'ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni (o alle sue obbligazioni, nell'approccio per debitore);
2. condizione oggettiva ("*past-due criterion*"): il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su una obbligazione creditizia rilevante verso la banca, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni (nel caso di approccio per debitore, per determinare se l'obbligazione è rilevante si fa riferimento al complesso delle obbligazioni del medesimo debitore verso l'ente).

Ai sensi dell'art. 178, comma 2, lettera d) del CRR "*la rilevanza di un'obbligazione creditizia in arretrato è valutata rispetto ad una soglia fissata dalle autorità competenti. Tale soglia riflette il livello di rischio che l'autorità competente ritiene ragionevole*".

Le linee guida EBA (EBA/GL/2016/07) in materia di *default* prudenziale integrano quanto previsto dal Regolamento Delegato (UE) n. 171/2018, specificando:

– i criteri di calcolo dei giorni di scaduto;

- gli indicatori qualitativi e quantitativi da considerare ai fini dell'identificazione del probabile inadempimento;
- i criteri minimali di uscita dallo stato di *default*;
- le regole di applicazione della definizione di *default* alle esposizioni creditizie *retail*.

Il Regolamento Delegato (UE) n. 171/2018 stabilisce i criteri in base ai quali una esposizione creditizia scaduta va considerata rilevante e, quindi, in stato di *default* secondo la condizione oggettiva sopra riportata e indica i termini per l'applicazione della soglia a fini prudenziali.

Le principali novità introdotte riguardano:

- le soglie di rilevanza per la classificazione dell'esposizione creditizia scaduta in stato di *default*:
    - *in termini assoluti*: ammontare superiore a 500 euro (relativamente a uno o più finanziamenti). Per le persone fisiche e le piccole e medie imprese con esposizioni nei confronti della stessa banca di ammontare complessivamente inferiore a 1 milione di euro, l'importo dei 500 euro è ridotto a 100 euro;
    - *in termini relativi*: più dell'1% dell'importo complessivo di tutte le esposizioni creditizie del debitore verso la banca[11]; questa soglia è la stessa per le esposizioni al dettaglio e per le altre esposizioni;
- i criteri di calcolo dei giorni di scaduto per la classificazione a *default*: per la classificazione a *default* della controparte è necessario il superamento congiunto di entrambe le soglie di cui sopra (quella in valore assoluto e quella in termini relativi) per 90 giorni consecutivi[12]. Inoltre:

[11] È previsto che le Autorità di Vigilanza competenti possano definire un valore diverso da 1%, purché compreso tra 0 e 2,5%, a condizione che non emerga un numero eccessivo di *default* tecnici (vale a dire *default* imputabili a circostanze diverse dalla difficoltà finanziaria e quindi con un alto tasso di rientro in *bonis*; come potrebbe accadere se la soglia prescelta fosse troppo bassa) e che non si determini un significativo ritardo nell'identificare lo stato di *default* in presenza di difficoltà finanziarie del debitore (come potrebbe accadere se la soglia prescelta fosse troppo alta).

[12] Le linee guida EBA (EBA/GL/2016/07) consentono l'applicazione di un trattamento specifico per i crediti commerciali verso l'Amministrazione centrale, le autorità locali e gli organismi del settore pubblico. In particolare, le linee guida chiariscono le condizioni al ricorrere delle quali queste tipologie di esposizioni possono essere considerate non deteriorate. In ogni caso l'esposizione è considerata in *default* quando supera i

- nel caso in cui i pagamenti definiti nel contratto di credito originario siano stati sospesi e/o le scadenze siano state modificate da uno specifico accordo tra il debitore e la banca, il conteggio dei giorni di arretrato prende a riferimento il nuovo piano di rimborso;
- nel caso di situazione tecnica di arretrato (errore di sistema, errori manuali nelle procedure, tardiva esecuzione dell'operazione di pagamento) l'esposizione in arretrato da oltre 90 giorni non è classificata in *default*;

– la non possibilità – al fine di evitare il superamento delle soglie – di impiegare le somme ancora disponibili su una o più linee di credito (margini disponibili) per compensare gli inadempimenti in essere su altre linee relative alla medesima controparte;

– la necessità delle banche di censire le connessioni tra i propri clienti, in modo da identificare i casi in cui il *default* di un debitore possa ripercuotersi negativamente sulla capacità di rimborso di un altro debitore ad essa connesso[13] (c.d. "effetto contagio"), con la conseguenza che anche quest'ultimo possa essere considerato in *default*;

– la conseguente classificazione a *default* di un debitore di una banca appartenente a un gruppo bancario presso tutte le altre banche e intermediari finanziari del gruppo;

– i criteri di uscita dallo stato di *default*: per uscire dalla classificazione in *default* deve trascorrere un periodo ("*cure period*") di almeno tre mesi dal momento in cui vengono meno le condizioni che avevano determinato tale classificazione. Durante tale periodo la banca verifica e valuta il comportamento e la situazione finanziaria del debitore e, trascorsi i tre mesi, può riclassificarlo in stato di *non default* qualora ritenga che il miglioramento del merito creditizio sia effettivo e permanente;

– gli indicatori di probabile inadempimento: le banche devono considerare una serie di indicatori qualitativi e quantitativi ai fini della valutazione di *unlikeliness to pay*.

180 giorni di arretrato. Sono inoltre previste indicazioni specifiche per il conteggio dei giorni nel caso di operazioni di *factoring*.

[13] La connessione tra diversi debitori può essere determinata da legami di controllo o di natura economica (es. società facenti parte della stessa filiera).

L'EBA fornisce alla banca un elenco non esaustivo di elementi indicativi del probabile inadempimento:

- *rettifiche specifiche di valore sui crediti*: risultato di un significativo peggioramento del merito di credito;
- *ristrutturazione onerosa*: concessioni nei confronti di un debitore che fronteggia o è in procinto di fronteggiare difficoltà nell'onorare i propri impegni finanziari (*forbearance*). Il debitore dovrebbe essere classificato in stato di *default* quando le relative misure di *forbearance* implicano una perdita significativa per la banca (riducendo di oltre l'1% il valore attuale del credito, calcolato al tasso d'interesse effettivo);
- *altre indicazioni*: informazioni disponibili in possesso delle banche (ad esempio, fonti di reddito insufficiente per pagare le rate; dubbi sulla capacità di generare flussi cassa sufficienti; aumento significativo della leva finanziaria; ecc.).

Nella Tavola 2.1 si riportano le principali variazioni previste dalla nuova definizione di *default*.

Tavola 2.1 – Confronto tra attuale e nuova definizione di *default*

	Attuale definizione di default	***Nuova Definizione di default***
Definizione di *default* (art. 178 CRR – *default* di un debitore)	*Si considera intervenuto un default in relazione a un particolare debitore allorché si verificano entrambi gli eventi sottoindicati o uno di essi:* *a) l'ente giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie verso l'ente stesso, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni;* b) *il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su una obbligazione creditizia rilevante verso l'ente, la sua impresa madre o una delle sue filiazioni.*	
Criterio dell'arretrato	***Soglia di rilevanza*** Superamento del 5% del maggiore dei seguenti valori: • media delle quote scadute o sconfinanti rilevate su base giornaliera nell'ultimo trimestre precedente;	***Soglia di rilevanza*** Superamento congiunto delle soglie di: • materialità assoluta: 100 euro per le esposizioni al dettaglio e 500 euro per le altre esposizioni; • materialità relativa: 1% dell'esposizione complessiva

	Attuale definizione di default	*Nuova Definizione di default*
	• quota scaduta o sconfinante sull'intera esposizione alla data di segnalazione ***Compensazioni*** Per evitare di essere classificato a *default*, la normativa consente la compensazione degli importi scaduti con le disponibilità presenti su altre linee di credito non utilizzate dal debitore ***Frequenza di rilevazione*** Mensile	***Compensazioni*** La normativa non consente più la compensazione. La banca sarà tenuta a classificare il debitore a *default* anche in presenza di disponibilità su altre linee di credito non utilizzate ***Frequenza di rilevazione*** Giornaliera
Criteri per il ritorno a uno stato di *non default*	***Periodo di osservazione*** Previsto solo per le esposizioni oggetto di misure di *forbearance*	***Periodo di osservazione*** Previsto per tutte le esposizioni in *default* un periodo di almeno 90 giorni
Identificazione univoca del *default*	Possibilità di classificare non univocamente a *default* un debitore all'interno di un gruppo bancario	Classificazione univoca a *default* di un debitore all'interno di tutte le *legal entities* del gruppo
Indicatori di probabile inadempimento	Non sono previste le ristrutturazioni onerose	Sono previste le ristrutturazioni onerose: il debitore dovrebbe essere classificato in stato di *default* quando le relative misure di *forbearance* implicano una ridotta obbligazione finanziaria (una remissione del debito o un differimento dei pagamenti) per un ammontare superiore alla soglia dell'1%
Contagio del *default*	Discrezionali	Identificazione di regole di contagio in funzione delle relazioni che intercorrono tra clienti cointestati o collegati

Fonte: Elaborazione autore

A livello strategico/operativo, la nuova definizione di *default* comporterà inevitabilmente impatti sulle banche relativamente a:

– *strategia e gestione del credito*: revisione del modello di gestione dei portafogli in *bonis* e NPE, nonché eventuale aggiornamento delle strategie di investimento alla luce dei potenziali impatti in termini di costo (i.e. aumento del costo del rischio complessivo di fronte a un potenziale incremento delle posizioni in *default*);

- *politiche creditizie*: revisione delle politiche creditizie al fine di rendere il modello di *business* il più aderente possibile alle nuove logiche di erogazione, classificazione e valutazione del credito;
- *politiche di pricing*: rivisitazione delle politiche e delle strategie di *pricing* dei finanziamenti in vista del probabile incremento del costo del rischio delle operazioni;
- *monitoraggio del credito*: rafforzamento del processo di monitoraggio tramite la ridefinizione di ruoli/responsabilità delle funzioni aziendali e un sistema di *early warning* efficace e accurato per il portafoglio in *bonis* e in grado di catturare tempestivamente (se possibile in largo anticipo in linea con una gestione proattiva) i primi segnali di anomalia.

2.2 Evoluzione delle *non-performing exposures* e relazione con i profili reddituali e patrimoniali

Negli ultimi anni il mercato dei crediti *non-performing* è stato oggetto di una continua e dirompente evoluzione in tutti i Paesi europei. Prima dell'entrata in vigore del Meccanismo Unico di Supervisione Bancaria (*Single Supervisory Mechanism – SSM*) e della spinta regolamentare nei confronti delle banche ad attuare un forte processo di *de-risking*, si è assistito ad un considerevole incremento dei crediti deteriorati.

Il principale fattore che ha inciso sulla crescita dei crediti deteriorati è rappresentato dalla crisi economico-finanziaria le cui conseguenze si sono riflesse sugli indicatori macroeconomici quali il PIL, il tasso di disoccupazione, l'inflazione e l'*house price index* con conseguente e inevitabile impatto sulla solvibilità di famiglie e imprese a causa della loro ridotta capacità di generare reddito.

In generale, oltre ai fattori macroeconomici, le determinanti che influenzano l'evoluzione dei crediti deteriorati sono: le caratteristiche della clientela, le politiche creditizie delle banche e altri fattori di tipo *bank-specific*, la regolamentazione e la supervisione, gli *standard* e le prassi contabili, la fiscalità, il sistema legale e l'efficienza del sistema giudiziario.

La determinante significativa per un incremento dei crediti *non-performing* a livello di singolo Paese resta tuttavia il contesto macroeconomico/fiscale/legale nel quale ognuno di essi opera; i fattori *bank-specific* assumono infatti rilievo soltanto a livello di singolo intermediario determinando le differenze, in termini di volumi, tra le diverse banche

appartenenti allo stesso sistema finanziario a seconda delle loro caratteristiche in termini di politiche di erogazione e di gestione/monitoraggio delle esposizioni nei confronti dei debitori.

Tra il 2008 e il 2013, negli Stati classificati dalla Banca Centrale Europea come "Paesi con elevati livelli di NPL"[14] (Cipro, Irlanda, Grecia, Italia, Portogallo, Spagna e Slovenia), il tasso annuo di crescita composto dell'*NPL Ratio* (*esposizioni deteriorate lorde / esposizioni lorde*) si è attestato su valori superiori al 20% raggiungendo, nel caso dell'Irlanda, un valore pari al 68% così come evidenziato nella Tavola 2.2[15].

Tavola 2.2 – *NPL Ratio* (2008 – 2013) – Paesi con elevati NPL

Paese	***2008***	***2009***	***2010***	***2011***	***2012***	***2013***	***CAGR***
Cipro	3,59%	4,51%	5,82%	9,99%	18,37%	38,56%	**60,73%**
Grecia	4,67%	6,95%	9,12%	14,43%	23,27%	31,90%	**46,84%**
Irlanda	1,92%	9,80%	13,05%	16,12%	24,99%	25,71%	**67,97%**
Italia	**6,28%**	**9,45%**	**10,03%**	**11,74%**	**13,75%**	**16,54%**	**21,37%**
Portogallo	3,60%	5,13%	5,31%	7,47%	9,74%	10,62%	**24,15%**
Slovenia	4,22%	5,79%	8,21%	11,81%	15,18%	13,31%	**25,85%**
Spagna	2,81%	4,12%	4,67%	6,01%	7,48%	9,38%	**27,29%**

Fonte: Elaborazione autore su base dati Fondo Monetario Internazionale

A partire dal 2010, Paesi quali la Grecia, il Portogallo, l'Irlanda, la Spagna e Cipro hanno ricevuto assistenza finanziaria sia dall'Unione Europea (UE) sia dal Fondo Monetario Internazionale (FMI).

I meccanismi di stabilizzazione finanziaria (*Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria – FESF* e, successivamente, *Meccanismo Europeo di Stabilità – MES*) sono stati per la prima volta attivati nel maggio 2010 nell'ambito di un programma di aiuti alla Grecia di 110 miliardi di euro complessivi (80 dell'UE e 30 del FMI). Successivamente, sono stati deliberati prestiti a:

[14] Banca Centrale Europea (2017), "*Stocktake of national supervisory practices and legal frameworks related to NPLs*", giugno, p. 6.

[15] I dati devono essere analizzati considerando le divergenze normative che, fino al 2013, hanno caratterizzato la definizione di credito deteriorato nei diversi Paesi europei.

- Irlanda per 85 miliardi di euro (22,5 a carico del FMI) il 28 novembre 2010;
- Portogallo per 78 miliardi di euro (26 a carico del FMI) il 16 maggio 2011;
- Spagna per 100 miliardi di euro il 20 luglio 2012;
- Cipro per 10 miliardi di euro (di cui 1 a carico del FMI) il 24 aprile 2013.

Il 14 marzo 2012 è stato deciso un ulteriore programma di aiuti alla Grecia di 164,5 miliardi di euro (di cui 19,8 a carico del FMI), risultante dalla somma dei finanziamenti del primo prestito non ancora erogati e di un secondo prestito di 130 miliardi di euro. Da ultimo, il 19 agosto 2015, con la firma di un *Memorandum of Understanding* tra la Commissione Europea e il Governo greco, è stato dato avvio a un terzo programma di aiuti alla Grecia, di durata triennale (2015 – 2018) per un importo totale di 86 miliardi di euro.

Per Grecia, Irlanda, Portogallo e Cipro, il sostegno è stato offerto tramite prestiti con la condizionalità di un programma di aggiustamento macroeconomico. Tale condizionalità si è focalizzata sul consolidamento delle finanze pubbliche e sull'implementazione di riforme strutturali volte a supportare la competitività, la creazione di lavoro e una crescita equilibrata e sostenibile.

Nel caso dell'Irlanda, uno degli obiettivi del sostegno era, tuttavia, anche l'immediato rafforzamento e la revisione completa del sistema bancario al fine di attuare interventi volti a risolvere la crescente problematica dei crediti deteriorati.

Anche per Cipro, una delle finalità del programma era ripristinare la solidità del sistema bancario e ricostruire la fiducia dei depositanti e del mercato attraverso la ristrutturazione delle istituzioni finanziarie, il rafforzamento della vigilanza e il ripristino di adeguati livelli patrimoniali colmando i *deficit* di capitale attesi.

La Spagna è stata invece l'unico dei cinque Paesi ad avere beneficiato di un sostegno finanziario dedicato esclusivamente al supporto del proprio sistema bancario. Ciò è stato attuato attraverso la ricapitalizzazione indiretta delle banche: i fondi ottenuti dall'UE sono stati trasferiti al FROB ("*Fund for the Orderly Restructuration of the Banking System*"), istituito nel 2009 dal Governo spagnolo per gestire il risanamento delle banche, che ha utilizzato:

- 38,9 miliardi di euro per la ricapitalizzazione di alcune istituzioni finanziarie spagnole (BFA-Bankia, Catalunya Banc, NGC Banco-Banco Gallego, Banco de

Valencia), nell'ambito dei piani di ristrutturazione e risanamento approvati dalla Commissione Europea nel rispetto delle norme sugli aiuti di Stato;

– 2,5 miliardi di euro per la capitalizzazione dell'*Asset Management Company* (AMC) denominata *Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria* (SAREB), istituita per rimuovere i crediti deteriorati dai bilanci delle banche in crisi (BFA-Bankia, Catalunya Banc, NGC Banco-Banco Gallego, Banco de Valencia).

L'assistenza finanziaria chiesta dalla Spagna, nel contesto del processo di ristrutturazione e ricapitalizzazione del settore bancario del Paese, comprendeva sia una condizionalità specifica per le banche, in linea con le norme in materia di aiuti di Stato, sia una condizionalità orizzontale.

La condizionalità specifica per le banche si articolava su tre elementi:

1. l'individuazione del fabbisogno di capitale di ogni singola banca mediante un esame completo della qualità degli attivi nel settore bancario e, su tale base, una prova di *stress* sulle singole banche;
2. per le banche in crisi, la ricapitalizzazione, ristrutturazione e/o risoluzione ordinata della crisi in base a piani atti a colmare gli eventuali *deficit* di capitale individuati nella prova di *stress*. Tali piani si dovevano fondare sui principi di sostenibilità economica, riducendo al minimo i costi per i contribuenti (ripartizione degli oneri) e limitando le distorsioni della concorrenza;
3. per le banche beneficiarie di sostegno pubblico nel processo di ricapitalizzazione, la segregazione delle attività e la cessione delle attività deteriorate all'AMC SAREB, con l'obiettivo di realizzare il loro valore a lungo termine.

La condizionalità orizzontale, applicata invece all'intero settore bancario, comprendeva misure volte a:

1. rafforzare i *framework* normativi, di vigilanza e di risoluzione delle crisi bancarie;
2. potenziare la struttura di *governance* delle banche commerciali e di risparmio;
3. migliorare la normativa sulla protezione dei consumatori relativamente alla vendita da parte delle banche di strumenti di debito subordinati rafforzando, al contempo, il controllo di conformità da parte delle Autorità.

Anche la Slovenia, così come effettuato dalla Spagna, ha affrontato la crisi derivante dalla significativa crescita degli NPL attraverso interventi volti a ricapitalizzare le banche in crisi e a trasferire i loro crediti deteriorati ad una AMC denominata *Bank Assets Management Company* (BAMC). Alla BAMC, fondata nel marzo 2013, è stato affidato il compito di facilitare la ristrutturazione di banche di importanza sistemica che stavano affrontando gravi problemi di solvibilità e liquidità.

All'indomani della crisi finanziaria, in alcuni Paesi europei si è attuata, quindi, fin da subito, una forte spinta al *deleverage* degli attivi delle banche anche per mezzo della costituzione di *Asset Management Companies*, ossia *bad bank* cui vengono trasferiti i crediti deteriorati, contribuendo in maniera significativa allo sviluppo del mercato europeo dei *distressed assets*.

Tra il 2009 e il 2013, in Europa sono così nate 7 AMC a cui sono stati ceduti crediti deteriorati:

- la *UK Asset Resolution* (UKAR) nel Regno Unito;
- la *National Asset Management Agency* (NAMA) in Irlanda;
- la *Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria* (SAREB) in Spagna;
- la *Bank Assets Management Company* (BAMC) in Slovenia;
- l'*Erste Abwicklungsanstalt* (EEA) e la *FMS Wertmanagement* (FMS) in Germania;
- l'*Heta Asset Resolution* (HETA) in Austria.

Le cessioni di crediti deteriorati alle AMC hanno configurato, in forme diverse, aiuti di Stato.

Tali operazioni, finalizzate a salvare il sistema bancario, hanno tuttavia alimentato critiche spingendo la Commissione Europea a introdurre una serie di disposizioni e linee guida volte a disciplinare gli aiuti di Stato e le modalità con le quali i crediti deteriorati debbano essere rimossi dai bilanci bancari mediante l'intervento pubblico[16].

[16] Commissione Europea (2013), "*Communication from the Commission on the application, from 1 August 2013, of State aid rules to support measures in favour of banks in the context of the financial crisis ("Banking Communication")*, (2013/C 216/01), luglio.

Il trasferimento di NPL alle *Asset Management Companies* a prezzi superiori a quelli di mercato rappresenterebbe infatti un aiuto di Stato in quanto le banche cedenti ridurrebbero le perdite derivanti dalla differenza tra il valore contabile e il prezzo di cessione dei crediti deteriorati.

La nuova disciplina europea sugli aiuti di Stato è divenuta pertanto più restrittiva rispetto alla precedente cornice entro la quale erano state attuate le altre esperienze europee.

L'Italia, caratterizzata da un *NPL Ratio* superiore agli altri Paesi già agli inizi della crisi finanziaria del 2008, non avendo affrontato la problematica NPL prima dell'intervento della Commissione Europea sul *framework* degli aiuti di Stato e dell'approvazione della Direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche ("BRRD"), come invece effettuato da altri Stati quali la Spagna e l'Irlanda, è divenuto, pertanto, negli ultimi anni, il principale Paese europeo ad affrontare la necessità di ridurre l'ammontare dei crediti deteriorati esistenti nei bilanci delle banche.

Così come emerso dall'esercizio di valutazione approfondita ("*Comprehensive Assessment*"), articolato in un esame della qualità degli attivi ("*Asset Quality Review – AQR*") e in una prova di *stress* prospettica, delle 130 maggiori banche europee (tra cui 15 banche italiane), condotto dalla Banca Centrale Europea in collaborazione con le Autorità nazionali di Vigilanza, alla fine del 2013 nove banche italiane[17] presentavano potenziali carenze di capitale per complessivi 9,7 miliardi di euro. Ciò principalmente per effetto delle maggiori rettifiche di valore richieste sui portafogli creditizi delle banche.

Il *deficit* di capitale complessivo, pari a 24,6 miliardi di euro, era dipeso prevalentemente anche da banche degli altri Paesi con alti livelli di NPL tra cui Cipro (2,4 miliardi di euro), Grecia (8,7 miliardi di euro), Portogallo (1,1 miliardi di euro), Irlanda (0,9 miliardi di euro) e Slovenia (0,1 miliardi di euro).

In tali Paesi, e in particolar modo in Italia, l'AQR aveva quindi evidenziato come le banche dovessero incrementare le coperture dei propri crediti deteriorati e ridurre lo *stock* degli stessi al fine di migliorare la propria qualità dell'attivo con benefici anche in termini di redditività e di adeguatezza patrimoniale.

[17] Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia-Romagna (BPER), Banca Popolare di Milano (BPM), Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Banca Carige, Credito Valtellinese, Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS), Veneto Banca.

A partire dal 2014, insieme a un miglioramento del contesto macroeconomico, si è quindi assistito a un significativo sviluppo del mercato primario dei crediti *non-performing* con il consolidamento e/o la creazione di operatori specializzati nell'acquisizione e gestione di *distressed assets* che hanno reso possibile il miglioramento della qualità degli attivi delle banche europee così come auspicato dalle Autorità di Vigilanza.

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 Tavola 2.3 evidenzia l'evoluzione dei crediti deteriorati nel periodo 2014 – 2019 illustrando l'ammontare lordo degli NPL, l'*NPL Ratio* e il *Coverage Ratio* (*rettifiche di valore su esposizioni deteriorate / esposizioni deteriorate lorde*).

Tavola 2.3 – NPL lordi, *NPL Ratio* e *Coverage Ratio* in Europa (2014 *vs* 2019)

	NPL lordi (€/mld)		*NPL Ratio %*		*Coverage Ratio %*	
Paese	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***
UE (28)	***1.237,0***	***646,3***	***6,67%***	***2,65%***	***42,65%***	***45,90%***
Area Euro (19)	***1.083,9***	***553,7***	***8,07%***	***3,09%***	***43,81%***	***47,38%***
Austria	46,1	14,6	7,51%	2,16%	49,08%	52,50%
Belgio	26,8	17,0	4,30%	2,10%	40,46%	42,90%
Bulgaria	5,5	3,2	15,96%	6,52%	48,94%	48,34%
Cipro	28,4	9,1	38,56%	18,08%	31,71%	53,37%
Croazia	5,4	2,9	13,60%	5,25%	54,27%	66,21%
Danimarca	30,3	11,6	5,12%	1,90%	31,11%	32,02%
Estonia	0,4	0,6	3,21%	1,55%	37,69%	34,40%
Finlandia	4,5	8,5	1,61%	1,38%	30,45%	30,16%
Francia	149,1	122,5	4,16%	2,47%	51,34%	49,93%
Germania	87,6	50,4	3,92%	1,21%	34,80%	57,47%
Grecia	111,0	73,7	39,72%	35,52%	43,48%	44,48%
Irlanda	76,5	13,5	21,57%	3,39%	46,70%	27,46%
Italia	**322,0**	**138,5**	**16,53%**	**6,74%**	**45,20%**	**52,18%**
Lettonia	1,4	0,8	9,66%	3,94%	39,93%	30,30%
Lituania	1,4	0,5	6,79%	1,72%	31,52%	30,73%
Lussemburgo	4,1	4,3	1,43%	0,57%	30,84%	35,12%
Malta	1,1	0,9	5,99%	3,19%	31,55%	32,84%
Paesi Bassi	54,8	36,8	3,36%	1,82%	37,78%	25,91%
Polonia	13,8	16,4	7,19%	6,10%	58,94%	55,59%
Portogallo	49,1	17,2	16,58%	6,14%	37,93%	51,74%
Regno Unito	135,1	66,4	3,26%	1,16%	77,20%	32,77%
Repubblica Ceca[18]	7,4	4,2	4,76%	1,69%	44,20%	55,38%
Romania	11,3	3,4	20,71%	4,27%	55,58%	62,11%
Slovacchia	2,5	1,8	5,19%	2,94%	51,62%	68,69%
Slovenia	5,7	1,1	22,79%	3,38%	53,32%	54,60%
Spagna	182,1	85,4	8,11%	3,14%	46,44%	43,76%
Svezia	12,8	8,6	1,27%	1,13%	25,96%	25,82%
Ungheria	12,5	4,1	19,37%	4,11%	58,66%	63,55%[19]

Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

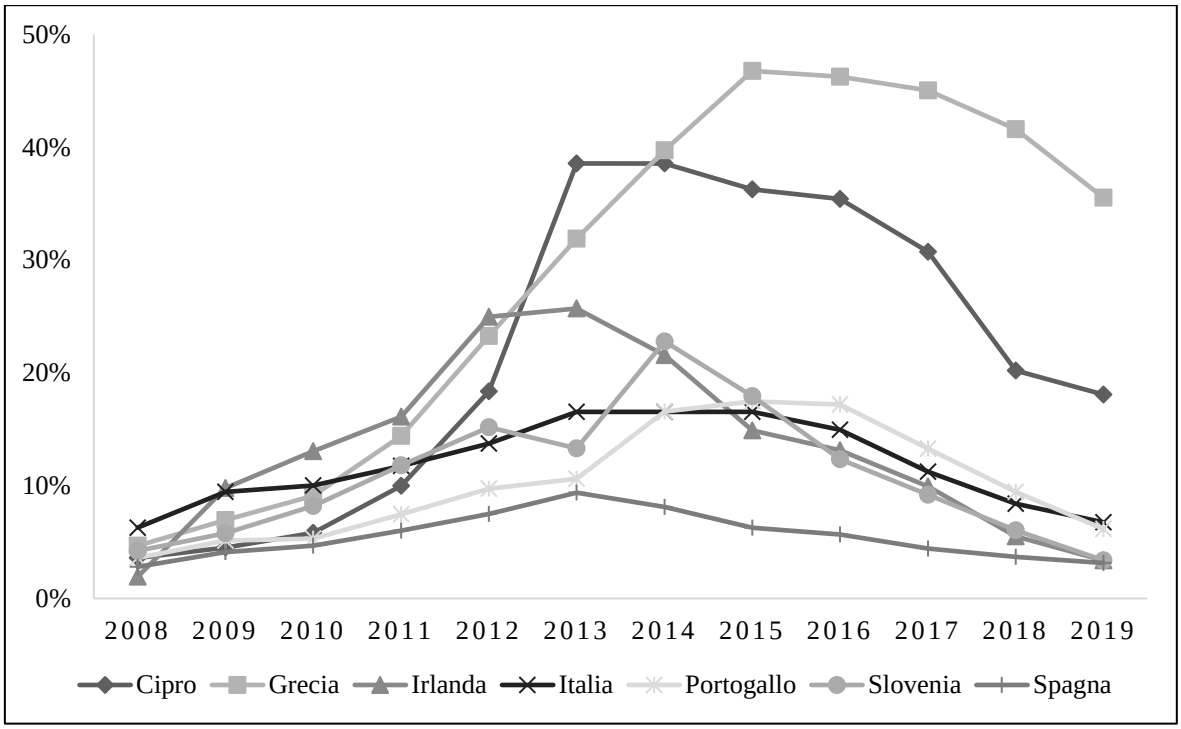
[18] La prima osservazione disponibile è relativa al 31 marzo 2016.

[19] Osservazione relativa al 30 settembre 2019.

Tra il 2014 e il 2019, i Paesi definiti con elevati livelli di NPL (Cipro, Irlanda, Grecia, Italia, Portogallo, Spagna e Slovenia), hanno evidenziato una riduzione dei crediti deteriorati per un ammontare totale pari a circa 440 miliardi di euro che rappresenta l'82% della riduzione totale degli NPL nell'Area Euro. Il Paese che ha registrato la riduzione più significativa è l'Italia, ovvero lo Stato con il maggior ammontare di crediti deteriorati ceduti dalle banche: la contrazione degli NPL, pari a 183 miliardi di euro, rappresenta rispettivamente il 42% della diminuzione totale dei crediti *non-performing* dei Paesi con elevati livelli di NPL e il 35% della riduzione totale degli NPL dell'Area Euro.

La Figura 2.1 evidenzia come, per tutti i Paesi con elevati NPL, si sia registrata una significativa crescita dell'*NPL Ratio* tra gli anni 2008 e 2014/2015 per poi mostrare una tendenziale contrazione contestualmente allo sviluppo del mercato relativo alle transazioni di NPL.

Figura 2.1 – Evoluzione *NPL Ratio* nei Paesi con elevati NPL



Fonte: Elaborazione autore su base dati Fondo Monetario Internazionale e Banca Centrale Europea

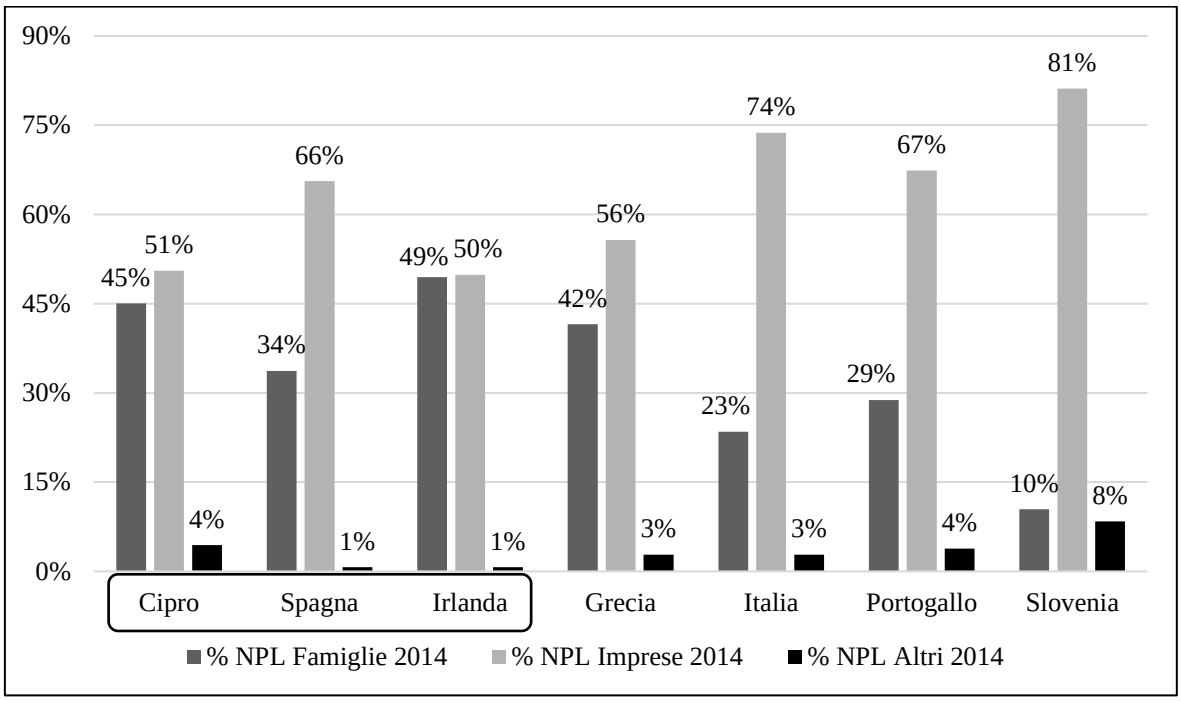
Analizzando l'incidenza dei crediti deteriorati per tipologia di controparte, in alcuni dei Paesi con elevati NPL si è assistito a un ribaltamento delle percentuali: a fine 2019, nei Paesi che hanno registrato una maggiore crescita economica, l'incidenza dei crediti *non-performing* relativi a controparti *corporate* si è infatti attestata, diversamente da quanto evidenziato a fine 2014, su livelli inferiori rispetto a quella relativa ai crediti deteriorati verso debitori *retail* (Figura 2.2). Tale ricomposizione nel tempo dell'incidenza delle esposizioni *non-performing* può essere derivata da diversi aspetti:

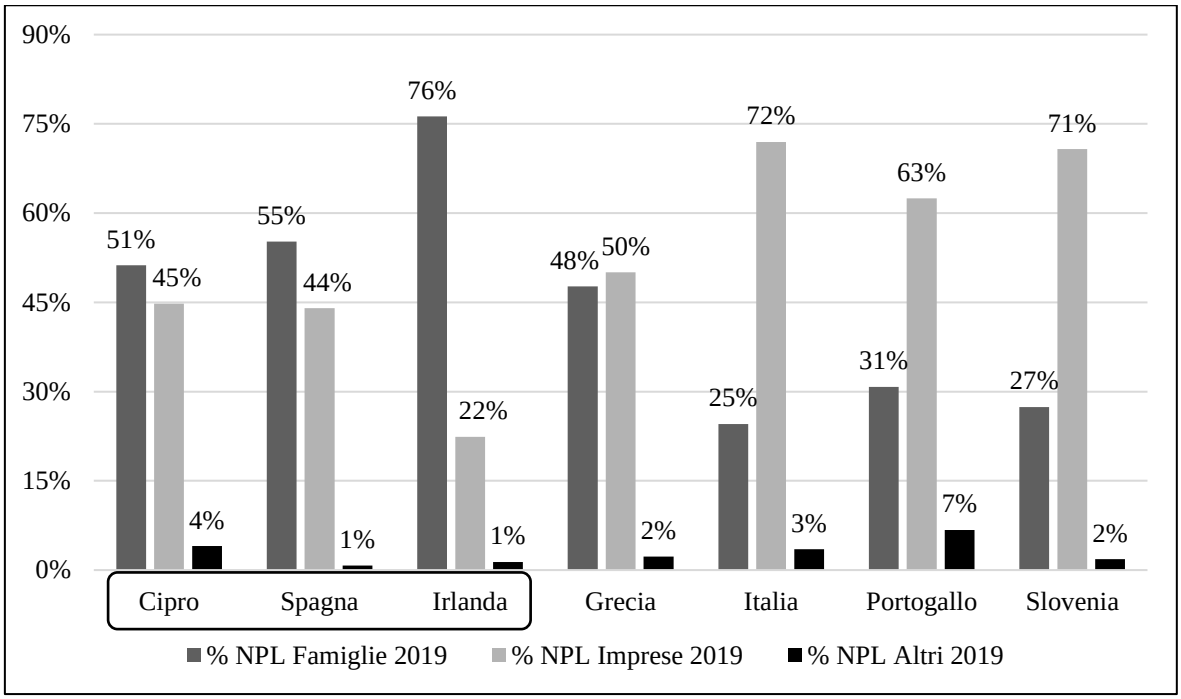
i) rientro *in bonis* di parte delle imprese classificate in stato deteriorato per effetto di una più incisiva crescita economica seguita da una maggiore capacità di attuare adeguati processi di ristrutturazione;

ii) procedure fallimentari più efficienti che portano al recupero del credito e alla conseguente chiusura dell'esposizione debitoria in tempi più rapidi;

iii) cessioni di portafogli NPL con sottostanti crediti *corporate* maggiori rispetto a quelli *retail* in quanto più appetibili per gli investitori internazionali in virtù dei punti i) e ii).

Figura 2.2 – Incidenza NPL per tipologia di controparte nei Paesi con elevati NPL (2014 *vs* 2019)[20]





Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

[20] Nella tipologia di controparte "Altri" sono ricomprese le esposizioni deteriorate verso: Amministrazioni Centrali, Banche Centrali, Istituzioni creditizie, Altre società finanziarie.

Tempi, tassi e costi di recupero influenzano sia le strategie delle banche da implementare al fine di ridurre gli NPL detenuti (gestione o cessione dei crediti) sia gli impatti in termini reddituali sui bilanci delle stesse. Sistemi giuridici più robusti consentono infatti alle banche di:

i) in caso di gestione interna: realizzare minori accantonamenti per rischio di credito in virtù del minor tempo e dei ridotti costi necessari a recuperare il credito escutendo le garanzie sottostanti;

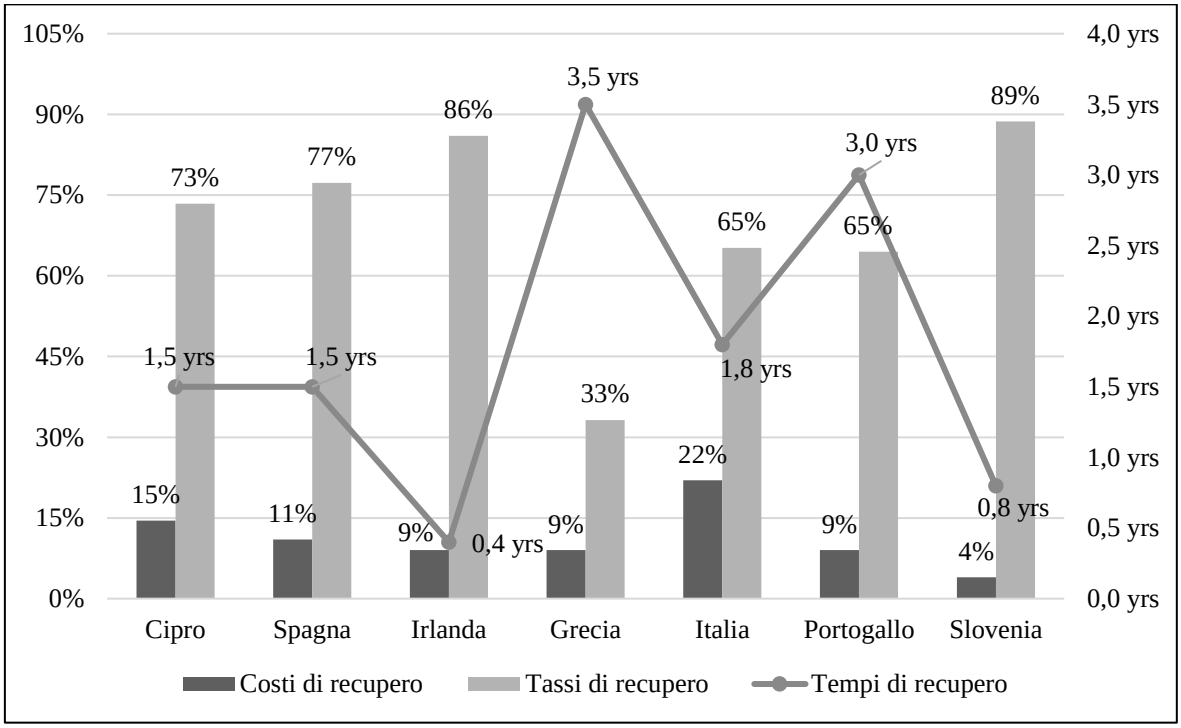
ii) in caso di cessione: realizzare minori perdite in virtù di un minore *price gap* tra cedente e investitore. A parità di presumibile valore di recupero, tempi di recupero più brevi e costi di recupero minori producono infatti un maggior valore attuale netto del credito e, di conseguenza, un più alto prezzo di cessione.

Il *database* "*Doing Business*" della *World Bank* fornisce i tempi, i costi e i risultati delle procedure di insolvenza che coinvolgono *legal entities* nazionali. Tali variabili vengono utilizzate per calcolare il tasso di recupero derivante da procedure di ristrutturazione, liquidazione o esecuzione del debito. La Figura 2.3 mostra come Paesi quali la Grecia, l'Italia e il Portogallo evidenzino tempi di recupero maggiori e tassi di recupero minori rispetto a tutti gli altri Paesi con elevati NPL. L'Italia risulta inoltre caratterizzata da costi di recupero di gran lunga superiori alla media di tali Paesi.

Il Paese che evidenzia la minor efficienza delle procedure di insolvenza è la Grecia, ovvero il Paese che nel corso degli ultimi cinque anni ha registrato la minor riduzione sia dello *stock* di crediti deteriorati (-7,9%) sia dell'*NPL Ratio* (-2,2%).

L'analisi di tali dati conferma, quindi, come l'efficacia dello smaltimento dello *stock* di crediti *non-performing* sia strettamente correlata, oltre che a fattori *bank-specific* quali l'organizzazione e lo sviluppo, all'interno delle singole banche, di una gestione efficiente del recupero, alle *performance* dei meccanismi giudiziali e stragiudiziali di recupero, con riguardo sia alle tempistiche sia ai tassi di *recovery*. Per migliorare le *performance* di recupero, occorre una razionalizzazione e riorganizzazione organica degli strumenti di regolazione della crisi e degli istituti di procedura concorsuale, ispirati, tra gli altri, a un principio di riduzione delle durate e dei costi. Occorre semplificare le fasi e garantire maggiore celerità dei procedimenti fallimentari. Occorre, infine, incentivare accordi stragiudiziali, revisionando il *set* di strumenti a disposizione del creditore e proponendo valide alternative all'avvio di procedure maggiormente complesse.

Figura 2.3 – Costi, tassi e tempi di recupero nei Paesi con elevati NPL (2019)



Fonte: Elaborazione autore su base dati World Bank

Relativamente al profilo creditizio, interessante è anche l'evoluzione evidenziata dall'indicatore *Texas Ratio* (*crediti deteriorati netti / Common Equity Tier 1*) che, rapportando lo *stock* di crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore al Capitale Primario di Classe 1, ha la finalità di verificare la capacità delle banche di far fronte all'eventuale perdita inattesa di tali crediti. Lo scopo dell'indicatore è quindi quello di esprimere il grado di copertura delle perdite derivanti dallo *stock* di NPL complessivo attraverso il combinato disposto tra le rettifiche di valore e il Capitale Primario di Classe 1.

I valori riportati nella Tavola 2.4 evidenziano come i sistemi bancari di tutti i Paesi europei, al netto della sola Grecia, presentino a fine 2019 un *Texas Ratio* inferiore alla soglia critica del 100% con un significativo miglioramento rispetto alla rilevazione di fine 2014. Nello stesso periodo, anche l'adeguatezza patrimoniale delle banche si è registrata in crescita.

Tavola 2.4 – *Texas Ratio* e *Total Capital Ratio* in Europa (2014 *vs* 2019)

	Texas Ratio %		*TC Ratio %*	
Paese	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***
UE (28)	***38,5%***	***16,2%***	***22,5%***	***19,1%***
Area Euro (19)	***46,6%***	***18,6%***	***15,9%***	***18,4%***
Austria	35,6%	9,2%	15,6%	18,7%
Belgio	30,9%	15,9%	17,6%	18,7%
Bulgaria	56,8%	26,6%	21,5%	19,5%
Cipro	299,8%	92,6%	15,3%	19,6%
Croazia	34,9%	11,7%	20,4%	22,5%
Danimarca	48,1%	17,1%	18,2%	22,4%
Estonia	8,1%	8,3%	41,8%	26,3%
Finlandia	15,4%	14,9%	17,5%	21,3%
Francia	26,5%	15,6%	15,2%	18,6%
Germania	15,1%	4,9%	17,3%	18,1%
Grecia	214,1%	144,2%	14,1%	17,0%
Irlanda	84,2%	16,2%	22,6%	24,9%
Italia	**114,9%**	**36,8%**	**14,2%**	**17,2%**
Lettonia	32,0%	26,9%	20,2%	23,4%
Lituania	45,2%	19,8%	21,3%	19,9%
Lussemburgo	6,5%	5,7%	19,6%	19,7%
Malta	23,2%	20,1%	25,1%	23,4%
Paesi Bassi	31,2%	21,0%	18,4%	22,9%
Polonia	18,0%	16,9%	14,9%	17,8%
Portogallo	112,4%	30,3%	12,3%	16,7%
Regno Unito	6,5%	8,8%	17,1%[21]	21,3%
Repubblica Ceca	29,3%[22]	10,2%	17,0%	19,7%
Romania	82,2%	12,7%	17,7%	21,0%
Slovacchia	25,0%	9,5%	17,3%	18,0%
Slovenia	67,8%	11,0%	17,9%	18,5%
Spagna	49,8%	24,7%	13,6%	15,7%
Svezia	15,6%	11,3%	22,2%	21,6%
Ungheria	67,4%	35,2%	17,0%	16,4%

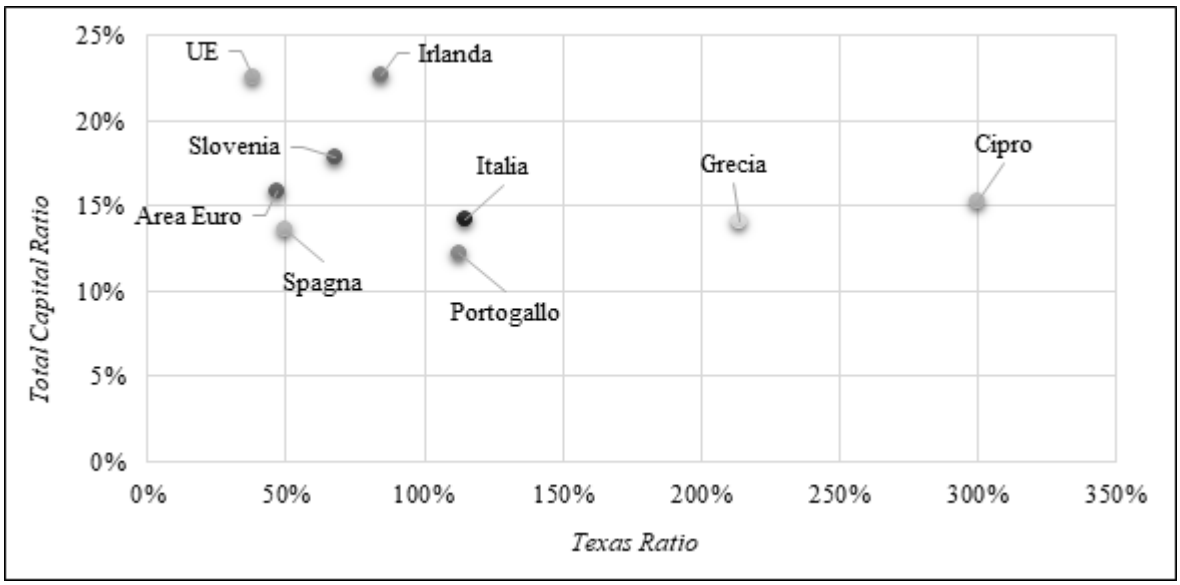
Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

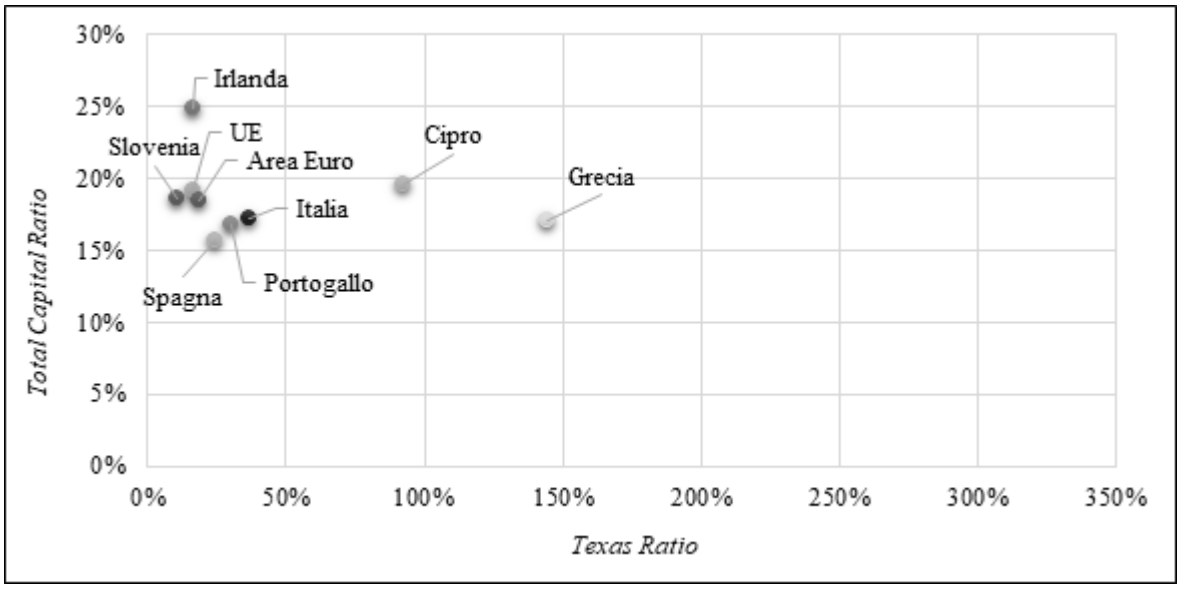
[21] La prima osservazione disponibile è relativa al 31 marzo 2015.

[22] La prima osservazione disponibile è relativa al 31 marzo 2016.

La Figura 2.4 mostra l'evoluzione del profilo creditizio (*Texas Ratio*) e patrimoniale (*Total Capital Ratio*) dei Paesi con elevati livelli di NPL negli anni 2014 e 2019. I Paesi che nel corso degli anni *post* crisi sono intervenuti attraverso la ricapitalizzazione delle banche in crisi e la creazione di *Asset Management Companies* (Irlanda, Spagna e Slovenia) evidenziavano già a fine 2014 un *Texas Ratio* inferiore all'unità, in virtù delle immediate azioni di messa in sicurezza dei sistemi bancari. Tuttavia, nel corso degli ultimi anni, anche gli altri Paesi caratterizzati ancora da elevati livelli di crediti deteriorati sono riusciti a raggiungere valori del *Texas Ratio* inferiori al 100% attraverso gli interventi a livello patrimoniale e di *de-risking* attuati dalle banche sulla spinta delle richieste delle Autorità di Vigilanza (evidenziabili anche dal miglioramento del *Total Capital Ratio*).

Figura 2.4 – Profilo creditizio e patrimoniale nei Paesi con elevati NPL (2014 *vs* 2019)





Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

La Tavola 2.5 conferma la stretta relazione tra qualità dell'attivo, redditività e adeguatezza patrimoniale delle banche. Una riduzione dei crediti deteriorati produce infatti i seguenti effetti:

i) un minor costo del rischio che si evidenzia in minori rettifiche nette per rischio di credito;

ii) un minor costo del *funding*: un miglioramento dell'*asset quality* – indice di maggiore solidità – consente alle banche di finanziarsi sul mercato a tassi inferiori;

iii) un miglioramento dell'adeguatezza patrimoniale per effetto sia delle minori attività ponderate per il rischio sia dell'incremento del patrimonio a seguito dell'autofinanziamento derivante dagli utili generati che discendono anche dai minori interessi passivi e dalle minori rettifiche di valore.

Tavola 2.5 – ROE e ROA in Europa (2014 *vs* 2019)

	ROE %		***ROA %***	
Paese	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***
UE (28)	***3,43%***	***5,20%***	***0,21%***	***0,37%***
Area Euro (19)	***3,06%***	***5,06%***	***0,19%***	***0,37%***
Austria	1,06%	7,84%	0,08%	0,71%
Belgio	7,81%	8,62%	0,52%	0,64%
Bulgaria	7,17%	11,23%	0,93%	1,41%
Cipro	-7,10%	4,23%	-0,63%	0,36%
Croazia	3,89%	9,09%	0,54%	1,21%
Danimarca	4,71%	8,66%	0,26%	0,52%
Estonia	9,69%	8,28%	1,58%	1,12%
Finlandia	9,13%	4,93%	0,40%	0,32%
Francia	4,39%	6,01%	0,23%	0,40%
Germania	2,49%	2,13%	0,13%	0,16%
Grecia	-10,58%	0,73%	-1,05%	0,08%
Irlanda	8,53%	3,74%	0,94%	0,50%
Italia	**-2,78%**	**4,91%**	**-0,20%**	**0,38%**
Lettonia	10,24%	9,61%	0,98%	1,02%
Lituania	7,73%	14,45%	0,88%	1,09%
Lussemburgo	7,18%	5,22%	0,54%	0,41%
Malta	4,37%	6,00%	0,69%	0,78%
Paesi Bassi	3,31%	7,66%	0,19%	0,47%
Polonia	9,35%	6,90%	1,03%	0,71%
Portogallo	-3,46%	4,27%	-0,24%	0,45%
Regno Unito	3,85%	4,47%	0,22%	0,28%
Repubblica Ceca	11,44%	13,94%	1,18%	1,19%
Romania	-15,24%	12,33%	-1,28%	1,46%
Slovacchia	9,24%	8,27%	0,90%	0,76%
Slovenia	-2,48%	10,27%	-0,26%	1,22%
Spagna	6,69%	6,79%	0,49%	0,51%
Svezia	11,77%	10,86%	0,61%	0,64%
Ungheria	-21,89%	14,44%	-2,04%	1,48%

Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

La Figura 2.5 mostra l'evoluzione del profilo creditizio (*Texas Ratio*) e reddituale (*ROE*) dei Paesi con elevati livelli di NPL negli anni 2014 e 2019. A un miglioramento della qualità degli attivi si è associato un contestuale miglioramento della redditività delle banche con tutti i Paesi che evidenziano a fine 2019 un ROE positivo.

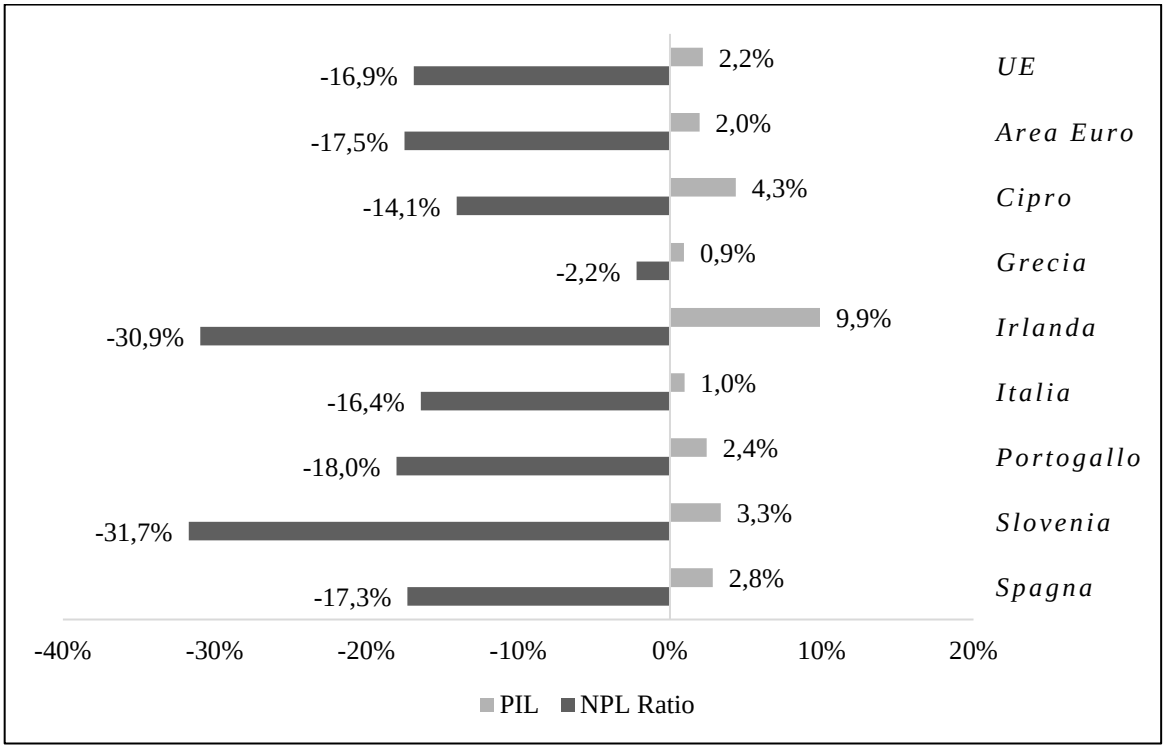
Figura 2.5 – Profilo creditizio e reddituale nei Paesi con NPL elevati (2014 *vs* 2019)

Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

Sull'intensità della riduzione dei crediti deteriorati hanno inciso, oltre al contesto macroeconomico, soprattutto le politiche attuate dai diversi Paesi europei e dai singoli

istituiti creditizi. La Figura 2.6 evidenzia infatti come la maggior parte dei Paesi con elevati NPL presentino variazioni dell'*NPL Ratio* significativamente divergenti nonostante alcuni di essi abbiano registrato una simile crescita del PIL. È il caso dell'Italia e della Grecia: nonostante un tasso annuo di crescita composto del PIL rispettivamente pari all'1,0% e allo 0,9%, la contrazione dell'*NPL Ratio* è invece risultata più marcata in Italia (CAGR pari al -16,4% rispetto al -2,2% della Grecia) principalmente 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.

Figura 2.6 – Tasso annuo di variazione composto dell'*NPL Ratio* e del PIL (2014 – 2019) – Paesi con elevati NPL



Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea ed Eurostat

Gli importanti e significativi miglioramenti registrati negli ultimi anni dai sistemi bancari di tutti i Paesi europei relativamente alla qualità degli attivi, alla redditività e alla patrimonializzazione, devono essere tuttavia analizzati studiando la dinamica evidenziata

dai singoli *cluster* bancari. A tal fine, occorre pertanto indagare l'evoluzione rilevata dalle banche di grandi, medie e piccole dimensioni[23].

La Tavola 2.6 illustra il profilo creditizio, patrimoniale e reddituale delle banche europee e dell'Area Euro differenziate per dimensione nell'orizzonte temporale 2014 – 2019.

Occorre innanzitutto sottolineare come, per le banche di medie e grandi dimensioni, la contrazione dell'*NPL Ratio* sia avvenuta contestualmente a una riduzione dei crediti deteriorati. Le banche di piccole dimensioni, nonostante abbiano anch'esse registrato una contrazione dell'*NPL Ratio*, tra il 2014 e il 2019 hanno invece evidenziato un aumento dei crediti deteriorati. A fine 2019, il *cluster* relativo alle banche di dimensioni inferiori presenta ancora una percentuale di crediti deteriorati lordi superiore alla soglia di *NPL Ratio* lordo fissata dall'EBA[24] nella misura del 5% quale *trigger* per lo sviluppo di strategie di gestione. Ciò, se da un lato conferma come le banche di ridotte dimensioni presentino maggiori difficoltà a gestire posizioni deteriorate per effetto sia della loro struttura organizzativa sia delle risorse e competenze esistenti in tali contesti, dall'altro lato rileva come per le stesse sia più difficile implementare strategie basate sulla cessione di portafogli NPL per effetto dei limitati volumi che potrebbero immettere sul mercato. Gli investitori, infatti, sono normalmente interessati a partecipare a operazioni dove l'ammontare dei crediti deteriorati oggetto di potenziale acquisizione risulta essere significativo. La diversa tipologia e residenza dei debitori, la diversa localizzazione geografica dei *collateral*, la diversa *default vintage* delle singole posizioni consentono infatti agli investitori di implementare una sorta di diversificazione all'interno dello stesso investimento riducendo inoltre il *price gap* che si crea tra investitore e banca cedente. Per ridurre l'ammontare dei crediti deteriorati detenuti dalle banche di piccole dimensioni è pertanto necessario attuare operazioni di cessione *multi-originator* di portafogli NPL che, se considerati singolarmente, non troverebbero facilmente l'interesse degli investitori.

---

[23] Le banche sono classificate come gruppi bancari o enti creditizi indipendenti di grandi dimensioni se le loro attività sono superiori allo 0,5% del totale delle attività consolidate delle banche dell'Unione Europea; come banche di medie dimensioni se le loro attività sono comprese tra lo 0,5% e lo 0,005% del totale di tali attività consolidate; e come banche di piccole dimensioni se le loro attività sono inferiori allo 0,005% del totale di tali attività consolidate.

[24] EBA (2018), *Final Report Guidelines on management of non-performing and forborne exposures*, 31 ottobre.

Altro tema da evidenziare relativamente al profilo creditizio, è l'evoluzione degli indicatori *Coverage Ratio* e *Texas Ratio*. Per quanto concerne il livello di *coverage* dei crediti deteriorati, le banche di grandi e medie dimensioni hanno registrato a fine 2019 livelli di *coverage* sostanzialmente in linea con quanto rilevato a fine 2014 mentre le banche di piccole dimensioni hanno evidenziato un significativo incremento della copertura attestandosi su valori ben superiori rispetto a quanto registrato dagli altri due *cluster* bancari. Anche in questo caso occorre considerare il tema delle cessioni di portafogli NPL. Le banche di dimensioni inferiori, per le quali la strategia di cessione di NPL risulta difficile da attuare, continuando a mantenere sui propri bilanci le esposizioni deteriorate, sono state costrette, nel corso degli anni, ad incrementare le coperture per effetto sia delle novità regolamentari (IFRS 9) sia dell'ulteriore deterioramento delle esposizioni già in *default*. Per quanto riguarda invece l'evoluzione del *Texas Ratio*, le banche di piccole dimensioni risultano essere più virtuose rispetto a quelle di medie e grandi dimensioni: esse presentano infatti una maggiore capacità di far fronte all'eventuale perdita inattesa. Ciò deriva sia da più alti livelli di copertura sia dal minor peso dei crediti deteriorati rispetto al Capitale Primario di Classe 1 (a fine 2019 pari al 13% per le banche di dimensioni inferiori rispetto al 39% delle banche di medie e grandi dimensioni).

La dinamica registrata sul profilo creditizio ha inciso conseguentemente sui profili reddituali e patrimoniali delle banche. Il ROE delle banche di piccole dimensioni è diminuito: un innalzamento del *coverage ratio*, associato a un incremento dei crediti deteriorati, ha comportato maggiori rettifiche di valore per rischio di credito con effetti negativi sulla redditività. Ciò si è riflesso, di conseguenza, sull'adeguatezza patrimoniale: il miglioramento del *Total Capital Ratio* si è infatti rilevato con una minore intensità rispetto agli altri due *cluster* bancari.

In generale, analizzando la Figura 2.7 che illustra il tasso annuo di variazione composto del profilo creditizio, patrimoniale e reddituale delle banche di piccole, medie e grandi dimensioni nell'Area Euro tra il 2014 e il 2019, è possibile affermare come le banche di medie dimensioni abbiano registrato i risultati più soddisfacenti in termini sia di miglioramento della qualità degli attivi sia di evoluzione delle *performance* reddituali.

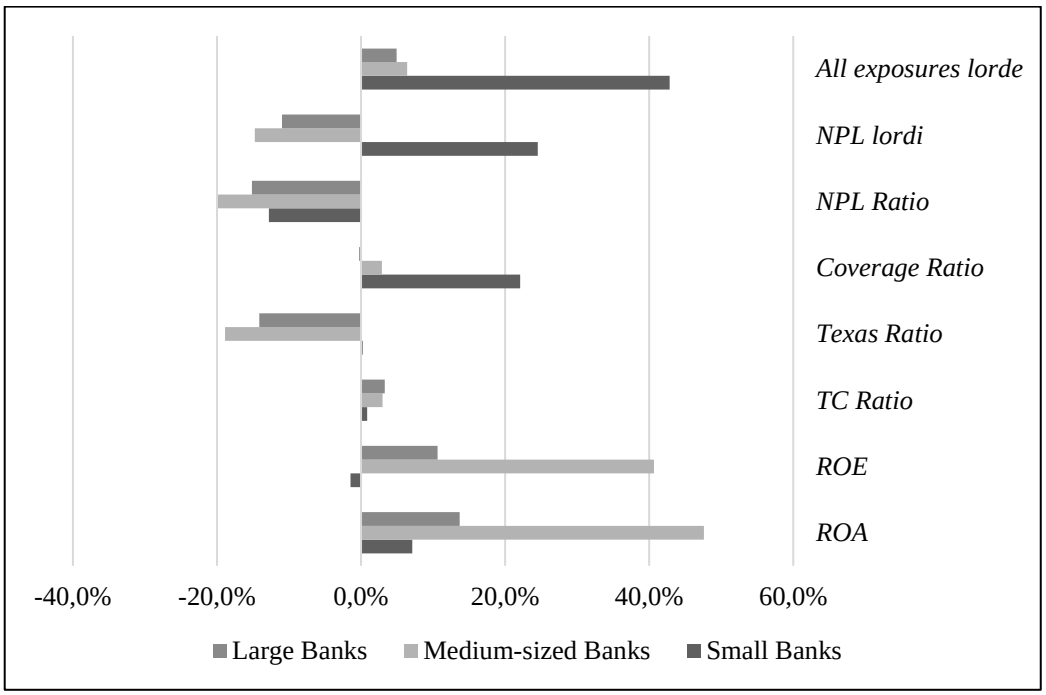
Tavola 2.6 – Profilo creditizio, patrimoniale e reddituale (2014 *vs* 2019) – Differenziazione per dimensione

	All exposures lorde (€/mld)		*NPL lordi (€/mld)*		*NPL Ratio %*		*Coverage Ratio %*	
UE (28)	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***
Small Banks	55,9	273,7	7,0	15,3	12,45%	5,58%	28,75%	63,67%
Medium-sized Banks	3.937,7	5.649,3	513,5	247,7	13,04%	4,38%	40,33%	45,58%
Large Banks	14.266,5	17.053,6	705,8	376,1	4,95%	2,21%	44,98%	44,93%
Area Euro (19)	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***
Small Banks	41,4	246,2	4,2	12,7	10,21%	5,15%	24,75%	67,11%
Medium-sized Banks	3.532,8	4.815,9	490,8	221,1	13,89%	4,59%	40,08%	46,22%
Large Banks	9.304,0	11.844,1	550,9	308,3	5,92%	2,60%	47,68%	47,09%

	Texas Ratio %		*TC Ratio %*		*ROE %*		*ROA %*	
UE (28)	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***
Small Banks	5,88%	4,96%	18,46%	19,10%	4,49%	4,26%	0,34%	0,46%
Medium-sized Banks	64,96%	22,62%	16,54%	18,28%	1,23%	4,67%	0,08%	0,39%
Large Banks	36,21%	17,44%	22,95%	19,08%	3,88%	5,77%	0,22%	0,37%
Area Euro (19)	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***	***2014***	***2019***
Small Banks	4,30%	4,34%	18,16%	18,94%	4,57%	4,24%	0,33%	0,46%
Medium-sized Banks	66,29%	23,26%	15,69%	18,17%	0,76%	4,20%	0,05%	0,35%
Large Banks	41,13%	19,19%	15,39%	18,08%	3,43%	5,67%	0,19%	0,37%

Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

Figura 2.7 – Tasso annuo di variazione composto del profilo creditizio, patrimoniale e reddituale nell'Area Euro (2014 – 2019) – Differenziazione per dimensione



Fonte: Elaborazione autore su base dati Banca Centrale Europea

2.3 Le transazioni di *non-performing exposures* nei Paesi europei con elevati livelli di crediti deteriorati

Come evidenziato nel precedente paragrafo, a partire dal 2015, nei Paesi caratterizzati da elevati livelli di NPL (Cipro, Irlanda, Grecia, Italia, Portogallo, Spagna e Slovenia) si è assistito a una significativa contrazione delle esposizioni *non-performing*. La riduzione dei crediti deteriorati registrata da tali Paesi (pari a circa 440 miliardi di euro) ha rappresentato circa il 75% della contrazione totale degli NPL avvenuta in Europa.

Occorre a questo punto chiedersi: tale riduzione è derivata per effetto della chiusura delle esposizioni creditizie deteriorate presenti sui bilanci delle banche in virtù dei processi di recupero attuati dalle stesse, oppure per effetto delle cessioni di portafogli NPL? A livello di sistema finanziario nel suo complesso, al netto dei nuovi afflussi di crediti *non-performing* che deriveranno dall'emergenza COVID-19, siamo di fronte a una vera risoluzione del problema dello *stock* di NPL, oppure abbiamo assistito soltanto a un trasferimento delle masse di crediti deteriorati dalle banche ad altri intermediari o fondi di investimento? Il trasferimento a operatori che hanno come unico obiettivo il recupero dei crediti deteriorati

acquisiti e non considerano, quindi, aspetti quali la possibilità di supportare le imprese in crisi e, di conseguenza, il sistema produttivo nel suo complesso, quali effetti può apportare per i singoli Paesi? I benefici derivanti dalla possibilità per le banche di destinare le risorse patrimoniali precedentemente accantonate a copertura degli NPL per nuove forme di finanziamento risulterebbero maggiori rispetto agli effetti negativi conseguenti alla perdita di componenti del tessuto socioeconomico? Nel caso in cui i recuperi sui portafogli NPL acquisiti dagli investitori risultassero inferiori rispetto ai corrispettivi pagati che effetti si produrrebbero sul mercato primario dei crediti deteriorati? E quali su quello secondario?

Al fine di dare una risposta a tali quesiti, si è proceduto a costruire un *dataset* che considera le operazioni di cessione di NPL realizzate tra gennaio 2015 e dicembre 2019 in Europa focalizzandosi sulle transazioni realizzate dalle banche dei Paesi caratterizzati da elevati livelli di crediti deteriorati. La costruzione del *dataset* è frutto dell'utilizzo di più fonti[25]:

- *Debtwire*;
- *Deloitte*;
- *Ernst & Young*;
- *KPMG*;
- *PricewaterhouseCoopers – PwC*;
- *Thomson Reuters*;
- comunicati stampa effettuati dalle banche cedenti o dagli acquirenti.

L'utilizzo di più fonti si è reso necessario al fine di ricostruire in maniera dettagliata e approfondita tutte le transazioni relative a crediti deteriorati avvenute nel periodo considerato in Europa e, nello specifico, in Spagna, Slovenia, Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Cipro.

[25] I *report Debtwire*, *Deloitte*, *Ernst & Young*, *KPMG*, *PricewaterhouseCoopers – PwC* e *Thomson Reuters* evidenziano le transazioni che hanno avuto a oggetto il trasferimento di crediti deteriorati all'interno del mercato europeo o italiano (in alcuni casi relativamente al mercato sia primario sia secondario). Per una maggiore profondità e accuratezza di analisi, le informazioni contenute all'interno di tali *report* sono state oggetto di verifica attraverso l'esame dei comunicati stampa, se presenti, effettuati dalle banche cedenti o dagli acquirenti.

La Tavola 2.7 riporta i volumi di NPL ceduti dalle banche dei Paesi con elevati livelli di crediti deteriorati al netto di alcune transazioni confidenziali per le quali non è stata fornita *disclosure* riguardo l'ammontare di NPL trasferiti.

L'Italia è stato il Paese caratterizzato dal mercato NPL più attivo: negli ultimi cinque anni sono state realizzate sul mercato primario operazioni per un ammontare totale pari a circa 190 miliardi di euro, ovvero il 47% del totale delle masse cedute dalle banche dei Paesi con elevati livelli di crediti deteriorati.

Tavola 2.7 – Ammontare di crediti deteriorati (€/mld) ceduti dalle banche dei Paesi con elevati livelli di NPL (2015 – 2019)

Paese	***2015***	***2016***	***2017***	***2018***	***2019***	***TOTALE***
Cipro	-	-	2,4	6,0	0,2	**8,6**
Grecia	0,5	-	2,9	17,2	15,1	**35,6**
Irlanda	8,2	0,3	0,8	6,9	3,9	**20,1**
Italia	**11,6**	**35,4**	**21,0**	**94,7**	**27,2**	**189,8**
Portogallo	0,5	-	2,0	6,7	4,3	**13,4**
Slovenia	-	0,6	-	0,4	-	**1,0**
Spagna	11,0	10,1	52,3	44,7	14,8	**132,9**
TOTALE	**31,8**	**46,3**	**81,4**	**176,4**	**65,5**	**401,5**

Fonte: Elaborazione autore

Il picco delle cessioni si è registrato nel 2018, anno successivo all'emanazione da parte della BCE delle "*Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*" che ha indotto gli istituiti di credito a considerare la gestione – sia interna sia esterna – delle esposizioni *non-performing* come una delle priorità delle loro strategie. Le transazioni sono state infatti realizzate prevalentemente da banche di grandi e medie dimensioni in larga parte sottoposte alla vigilanza diretta della BCE e, di conseguenza, rientranti tra le *Significant Institution* a cui sono state rivolte tali linee guida. Ciò risulta in linea con l'analisi riportata nella Tavola 2.6 dove è stato evidenziato come, nell'orizzonte temporale 2014 – 2019, le banche di grandi e medie dimensioni abbiano registrato una contrazione dei crediti deteriorati rispetto a quelle di dimensioni inferiori che hanno invece evidenziato un incremento degli NPL.

Analizzando la dinamica creditizia nel suo complesso riportata nella Tavola 2.8 per i Paesi caratterizzati da elevati livelli di NPL, è possibile inoltre giungere a significative

considerazioni. Innanzitutto, in alcuni Paesi, l'ammontare dei crediti deteriorati ceduti dalle banche risulta in linea o maggiore rispetto alla contrazione evidenziata dallo *stock* di crediti *non-performing*. Ciò evidenzia come, nonostante un miglioramento del contesto macroeconomico, la qualità degli attivi delle banche sia migliorata principalmente o soltanto per effetto delle politiche di cessione di NPL. Paesi quali l'Italia e la Spagna, sebbene nel periodo analizzato abbiano registrato un tasso annuo di crescita composto del PIL pari rispettivamente all'1,0% e al 2,8%, nel caso in cui non avessero realizzato cessioni di crediti deteriorati, avrebbero addirittura evidenziato a fine 2019 un aumento dello *stock* di NPL rispetto a quanto rilevato a fine 2014. Altra tematica da analizzare riguarda la dinamica dei *performing loans*: alcuni Paesi quali Cipro e Grecia, oltre alla contrazione dei crediti deteriorati, hanno evidenziato anche una riduzione dei crediti *performing*; di conseguenza, le risorse in termini di *Risk-Weighted Assets* (RWA) liberate dallo smobilizzo degli NPL non sono state utilizzate per erogare nuovi finanziamenti. Paesi quali Italia e Spagna, che hanno invece registrato in termini assoluti le maggiori variazioni in riduzione dei crediti deteriorati, hanno evidenziato un significativo incremento dei finanziamenti con la variazione dello *stock* dei crediti *performing* che rappresenta il 90% del totale dell'incremento complessivo dei Paesi con elevati livelli di NPL. Tale diversità rilevata nei vari Paesi può essere dovuta anche alle differenze tra prezzo di cessione degli NPL e valore di bilancio degli stessi: le transazioni effettuate dalle banche greche e cipriote potrebbero essere state finalizzate con un *price gap* maggiore rispetto a quanto rilevato dalle cessioni realizzate dalle banche italiane e spagnole; le più significative perdite rilevate potrebbero così aver neutralizzato gli impatti positivi che le cessioni di NPL producono in termini di riduzione degli RWA. Ulteriore evidenza di questa ipotesi è rappresentata dalla dinamica della redditività: tra fine 2014 e fine 2019, Grecia e Cipro hanno registrato un *return on equity* medio pari rispettivamente a -7,21% e -2,27% e un *return on assets* medio pari rispettivamente a -0,82% e -0,34% al contrario di Italia e Spagna che hanno invece osservato un ROE medio pari rispettivamente a 1,74% e 6,72% e un ROA medio pari rispettivamente a 0,15% e 0,50%.

Tavola 2.8 – Dinamica creditizia nei Paesi con elevati livelli di NPL (2014 – 2019)

Paese	*Δ All exposures (€/mld)*	*CAGR*	*Δ NPL lordi (€/mld)*	*CAGR*	*Cessioni NPL lordi (€/mld)*	*Δ PL (€/mld)*	*CAGR*
Cipro	-23,6	-7,4%	-19,3	-20,4%	-8,6	-4,2	-1,9%
Grecia	-72,0	-5,8%	-37,3	-7,9%	-35,6	-34,7	-4,5%
Irlanda	43,6	2,3%	-63,0	-29,3%	-20,1	106,6	6,7%
Italia	**105,8**	**1,1%**	**-183,5**	**-15,5%**	**-189,8**	**289,3**	**3,3%**
Portogallo	-16,6	-1,1%	-32,0	-19,0%	-13,4	15,4	1,2%
Slovenia	8,5	6,0%	-4,6	-27,6%	-1,0	13,0	10,9%
Spagna	473,6	3,9%	-96,8	-14,1%	-132,9	570,4	5,0%
TOTALE	**519,4**	**1,9%**	**-436,4**	**-15,3%**	**-401,5**	**955,9**	**4,0%**

Fonte: Elaborazione autore

Relativamente all'Italia, nel 2016 lo Stato italiano ha introdotto un sistema di garanzia pubblica, la c.d. GACS (Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze), al fine di incoraggiare la cessione da parte delle banche dei crediti in sofferenza. La GACS – incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta – copre i detentori dei titoli *senior* per l'ipotesi di mancato pagamento delle somme dovute per capitale e interessi. Dall'introduzione di tale sistema di garanzia pubblica, portafogli di crediti in sofferenza di ammontare pari a circa 72 miliardi di euro sono stati soggetti a cartolarizzazione con GACS. Oltre a dare impulso alle cessioni (nel 2018, dei 94,7 miliardi di euro ceduti dalle banche italiane, 45,8 miliardi di euro sono stati trasferiti utilizzando lo strumento della GACS), la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze ha prodotto effetti anche sul prezzo delle stesse. Nel caso in cui venga strutturata un'operazione di cartolarizzazione con GACS, il rendimento riconosciuto alle note *senior*, a cui va tuttavia aggiunto il costo della garanzia statale, risulta infatti minore rispetto al caso in cui non si faccia ricorso all'utilizzo di tale strumento. Di conseguenza, il prezzo di cessione aumenta riducendo il differenziale rispetto al valore contabile dei crediti iscritti nell'attivo delle banche. L'utilizzo della GACS ha quindi prodotto una contrazione delle perdite iscritte a conto economico dalle banche italiane a seguito delle cessioni di portafogli di crediti in sofferenza per effetto della riduzione del differenziale tra prezzo di cessione e valore di bilancio dei crediti.

Una spinta alle cessioni è stata inoltre prodotta dalla profonda ristrutturazione del sistema bancario italiano avvenuta negli ultimi anni. Ciò ha riguardato diversi istituti tra cui banche

per le quali è stato disposto l'avvio del programma di risoluzione (Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti, Banca delle Marche e Cassa di Risparmio di Ferrara), banche per le quali la soluzione della crisi è consistita nella loro liquidazione coatta amministrativa – a cui è stato affiancato un aiuto di Stato – e nella contestuale cessione a un terzo operatore bancario delle attività e passività, a eccezione delle poste deteriorate (Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza), banche per le quali si è proceduto alla ricapitalizzazione precauzionale (Banca Monte dei Paschi di Siena), banche per le quali è intervenuto il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi attraverso lo schema volontario di intervento da cui è derivato (Cassa di Risparmio di Rimini, Cassa di Risparmio di San Miniato e Cassa di Risparmio di Cesena) e deriverà (Banca Carige) un successivo ingresso di altri operatori bancari e banche per le quali il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi è intervenuto congiuntamente alla Banca del Mezzogiorno-Mediocredito Centrale (Banca Popolare di Bari). La soluzione di tali crisi bancarie ha previsto tra l'altro il trasferimento di un ammontare significativo di crediti deteriorati pari a circa 61 miliardi di euro che rappresentano rispettivamente il 32% del totale delle cessioni effettuate delle banche italiane e il 15% del totale delle cessioni realizzate dalle banche dei Paesi caratterizzati da elevati livelli di NPL avvenute nell'orizzonte temporale 2015 – 2019. Le principali operazioni sono state finalizzate attraverso l'intervento del Fondo Atlante II – rinominato successivamente *Italian Recovery Fund*[26] – nato grazie all'impegno di molteplici istituzioni finanziarie italiane e internazionali, in un momento di crisi del sistema bancario italiano, per investire esclusivamente in crediti *non-performing*. L'*Italian Recovery Fund* risulta essere il più grande investitore dedicato al mercato italiano dei crediti deteriorati e uno dei maggiori investitori al mondo in questo settore. Il suo intervento ha infatti permesso di risolvere numerose situazioni di crisi bancarie, la cui finalizzazione non sarebbe stata possibile senza l'accordo sull'onere dei crediti deteriorati, assicurando una presenza istituzionale italiana in un mercato altrimenti dominato da investitori esteri. L'intervento dell'*Italian Recovery Fund*, che presenta un obiettivo di rendimento minimo minore rispetto ai fondi internazionali specializzati, ha prodotto quindi anche un effetto positivo sulla valutazione dei portafogli di crediti *non-performing* oggetto di cessione da parte delle banche

[26] L'*Italian Recovery Fund* (ex Atlante II) è un Fondo d'investimento alternativo (FIA) mobiliare chiuso di diritto italiano, riservato a investitori professionali. Il Fondo investe in strumenti finanziari c.d. *mezzanine* e *junior* emessi da veicoli costituiti *ad hoc* per l'acquisto di portafogli di crediti *non-performing* originati da una pluralità di banche italiane.

in crisi evitando ulteriori significative perdite derivanti dal differenziale tra prezzo di trasferimento e valore contabile dei crediti. Infatti, essendo il tasso di rendimento del Fondo più vicino al tasso di rendimento originario del credito, il valore attuale dei portafogli acquistati dall'*Italian Recovery Fund* è risultato il più possibile allineato al valore iscritto a bilancio dalla banca cedente e, di conseguenza, maggiore rispetto alla presumibile valutazione effettuata da un fondo di investimento internazionale.

Ulteriori transazioni sono state finalizzate per il tramite di due intermediari finanziari ex art. 106 TUB: REV – Gestione Crediti e AMCO (ex SGA). Le due società sono nate a seguito di provvedimenti legislativi ed evidenziano come azionisti unici rispettivamente Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle Finanze. REV – Gestione Crediti è stata costituita il 18 dicembre 2015 dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 45 del D. Lgs. 180/2015, nell'ambito dei programmi di risoluzione delle quattro banche italiane Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti, Banca delle Marche e Cassa di Risparmio di Ferrara. REV è quindi una "società veicolo per la gestione delle attività" di cui all'art. 45 del D. Lgs. 180/2015 avente ad oggetto l'acquisizione, la gestione e la cessione di crediti in sofferenza e/o di altri crediti anomali e di eventuali rapporti connessi, ad essa ceduti, ai sensi dell'art. 46 del D. Lgs. 180/2015, da parte dei c.d. "Enti-ponte" succeduti alle quattro banche, inclusi quelli in essi confluiti a seguito della fusione per incorporazione delle loro società controllate, con l'obiettivo di massimizzarne il valore anche attraverso una successiva cessione o la propria liquidazione. AMCO – *Asset Management Company* (ex SGA – Società per la Gestione di Attività) è stata invece costituita il 31 dicembre 1996 come *bad bank* dell'allora Banco di Napoli. A seguito dell'emanazione del Decreto-legge 59/2016 convertito in legge 119/2016, è stato consentito ad AMCO, precedentemente controllata da soggetti privati e ora integralmente detenuta dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, di estendere la propria area di operatività alla gestione e recupero di crediti e attività finanziarie appartenenti a soggetti diversi dal Banco di Napoli. Con il Decreto Ministeriale n. 221 del 22 febbraio 2018 pubblicato in Gazzetta Ufficiale del 29 maggio 2018 n. 123, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in attuazione dei poteri attribuitigli dall'art. 5 commi 1 e 5 del Decreto Legge 99/2017 ha disposto che AMCO, per il tramite di Patrimoni Destinati, divenisse cessionaria dei crediti deteriorati, degli attivi di problematica recuperabilità e dei connessi rapporti giuridici rispettivamente di Veneto Banca in liquidazione coatta amministrativa e della Banca Popolare di Vicenza in liquidazione coatta amministrativa, con l'obiettivo di massimizzarne

il valore di recupero nel tempo e contestualmente di ottimizzare la gestione dei rapporti con i debitori. AMCO ha inoltre finalizzato a fine 2019 l'acquisto di crediti *non-performing* necessario alla soluzione della crisi relativa a Banca Carige.

Analizzando invece l'ammontare delle transazioni avvenute sui mercati NPL – primario, secondario e *confidential*[27] – dei Paesi con elevati livelli di crediti deteriorati (Tavola 2.9), si evidenzia come l'Italia rappresenti ancora di più il Paese maggiormente coinvolto nelle cessioni di crediti *non-performing*: il 48% dei volumi trasferiti all'interno dei Paesi con elevati livelli di NPL riguarda infatti l'Italia.

Con riferimento al mercato *confidential*, occorre sottolineare come questo derivi: i) dalla parziale disponibilità di dati (le informazioni relative alle transazioni di portafogli di crediti deteriorati non sono sempre del tutto disponibili); ii) dalla necessità dei cedenti di non rendere note, in alcuni casi, le motivazioni alla base delle loro cessioni.

Anche il mercato secondario italiano degli NPL risulta essere il più attivo. Nonostante i volumi siano ancora ridotti rispetto a quanto osservabile sul mercato primario, nel corso del 2019 il 20% delle transazioni è stato tuttavia effettuato su tale mercato.

[27] Per alcune transazioni non è stato possibile associare il mercato di riferimento – primario o secondario – in quanto non disponibile l'informazione relativa al cedente (banca o altro operatore finanziario).

Tavola 2.9 – Ammontare di crediti deteriorati (€/mld) trasferiti all'interno dei Paesi con elevati livelli di NPL (2015 – 2019)

MERCATO PRIMARIO

Paese	*2015*	*2016*	*2017*	*2018*	*2019*	*TOTALE*
Cipro	-	-	2,4	6,0	0,2	8,6
Grecia	-	-	3,3	16,6	15,1	34,9
Irlanda	16,4	2,8	2,3	8,8	7,3	37,6
Italia	**15,3**	**36,1**	**22,8**	**97,8**	**31,8**	**203,9**
Portogallo	1,0	0,4	1,8	7,9	4,5	15,7
Slovenia	0,2	0,7	-	0,2	-	1,1
Spagna	10,1	10,2	52,3	43,4	14,7	130,7
TOTALE	**43,0**	**50,2**	**84,9**	**180,7**	**73,7**	**432,5**

MERCATO SECONDARIO

Paese	*2015*	*2016*	*2017*	*2018*	*2019*	*TOTALE*
Grecia	-	-	-	-	2,4	2,4
Irlanda	10,9	10,2	0,0	0,7	0,3	22,1
Italia	**3,3**	**3,2**	**3,3**	**5,4**	**8,7**	**24,0**
Portogallo	0,6	-	-	-	0,4	0,9
Slovenia	0,1	-	-	-	-	0,1
Spagna	2,3	1,4	0,7	2,8	1,6	8,7
TOTALE	**17,2**	**14,7**	**4,0**	**9,0**	**13,4**	**58,2**

CONFIDENTIAL

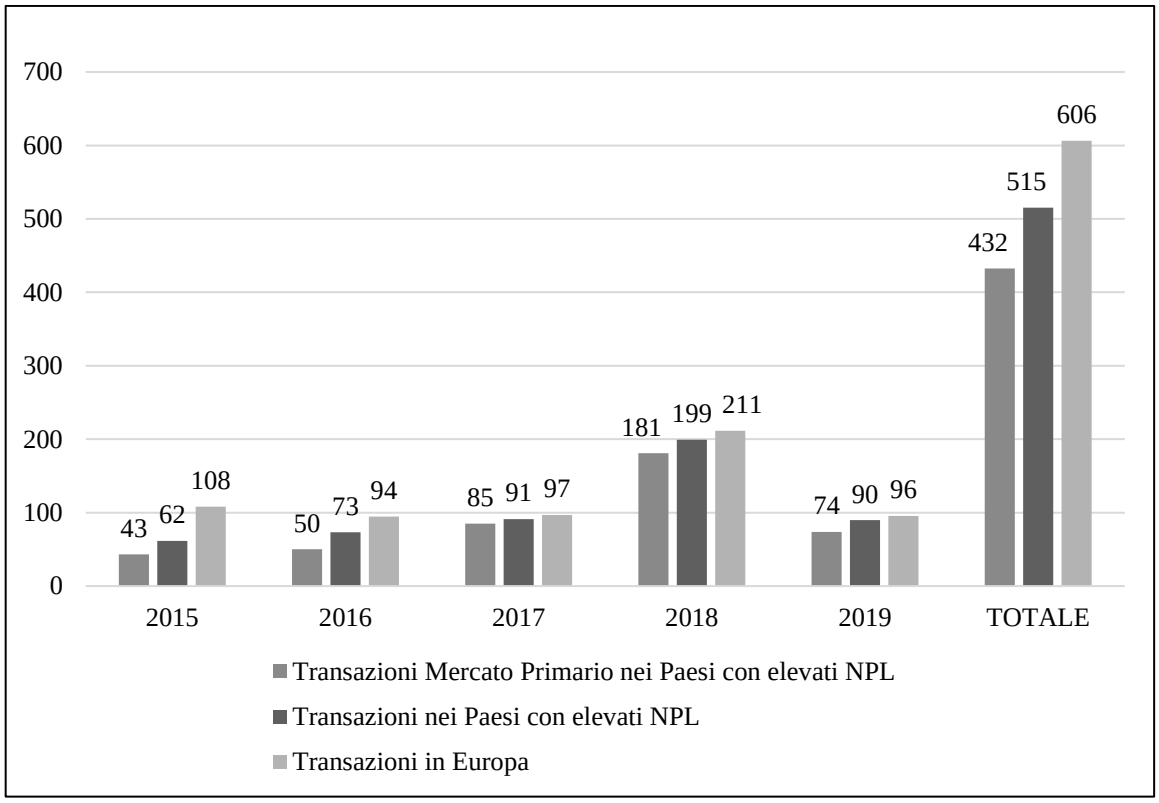
Paese	*2015*	*2016*	*2017*	*2018*	*2019*	*TOTALE*
Italia	**0,8**	**5,9**	**2,2**	**5,6**	**2,8**	**17,3**
Portogallo	0,5	1,8	-	0,4	-	2,7
Spagna	0,1	0,6	0,2	3,6	0,1	4,5
TOTALE	**1,4**	**8,4**	**2,4**	**9,6**	**2,9**	**24,5**

Fonte: Elaborazione autore

La Figura 2.8 mostra il confronto tra le transazioni di crediti *non-performing* avvenute in Europa rispetto a quanto registrato nei Paesi caratterizzati da elevati livelli di NPL. Negli ultimi 5 anni, l'85% – il 71% se si considera soltanto il mercato primario – del totale delle operazioni di crediti deteriorati avvenute in Europa si è registrato in tali Paesi. Considerando lo *stock* di NPL ancora in essere nei Paesi quali Italia, Grecia e Spagna e, ipotizzando un suo incremento per effetto della recessione economica derivante dalla crisi sanitaria da COVID-

19, è presumibile attendersi un ulteriore sviluppo del mercato NPL in tali Paesi per quanto riguarda sia il mercato primario – con le banche che cederanno ulteriori portafogli di crediti deteriorati al fine di non peggiorare la propria qualità degli attivi – sia il mercato secondario – con gli investitori che, per mantenere le *performance* attese, saranno costretti a cedere pacchetti di NPL precedentemente acquisiti.

Figura 2.8 – Transazioni di NPL (€/mld) in Europa *vs* Paesi con elevati NPL (2015 – 2019)



Fonte: Elaborazione autore

L'emergenza epidemiologica del COVID-19, da cui è scaturito un rallentamento dell'attività di recupero per effetto del *lock-down* e della chiusura dei tribunali, porterà sicuramente a un incremento delle masse trasferite sul mercato secondario: al fine di mantenere le *performance* di recupero originariamente previste nel *business plan* di *underwriting*, ovvero il piano previsionale di recupero approvato in sede di acquisizione di un portafoglio NPL, gli investitori potrebbero essere costretti a considerare la cessione di sotto-portafogli appetibili in blocco per altri investitori specializzati al fine di velocizzare la liquidazione dei

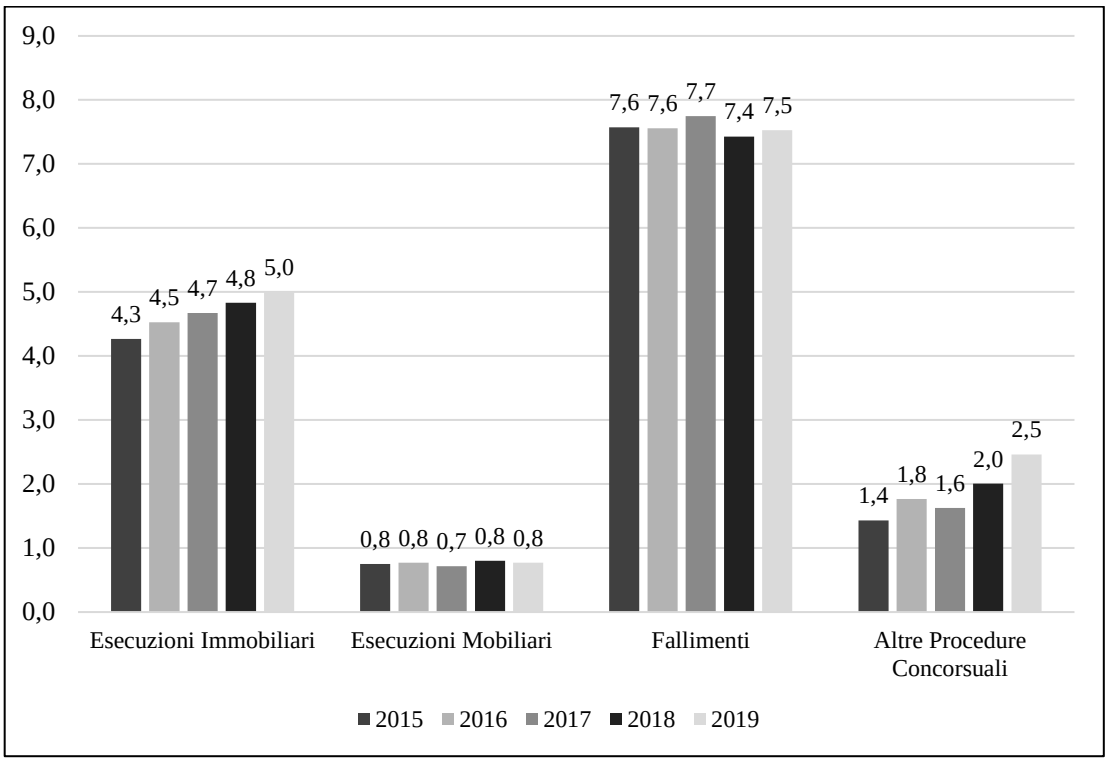
crediti e anticipare il tema delle "code", ossia porzioni del portafoglio caratterizzate da determinate esposizioni che richiedono competenze specifiche e orizzonti temporali di lungo periodo per essere recuperate.

Nonostante le significative cessioni realizzate negli ultimi anni, la problematica relativa allo smaltimento dello *stock* di crediti deteriorati è ancora attuale. La lunghezza delle procedure di recupero determina ingenti costi e costituisce uno dei principali fattori di rallentamento del processo di smaltimento. Una riduzione da 5 a 2 anni dei tempi di recupero diminuirebbe di circa il 50% l'incidenza delle sofferenze sui bilanci bancari italiani (*Angelini*, 2018).

La misurazione delle *performance* dei tribunali – riportata nella Figura 2.9 – rileva tuttavia il contrario di quanto auspicato. Elaborazioni interne basate sui dati del Sistema Informativo Esecuzione Civile Individuale e Concorsuale (SIECIC) del Ministero della Giustizia evidenziano come, nel periodo 2015 – 2019, la durata media effettiva[28] delle procedure sia aumentata, caratterizzata anche da un'elevata eterogeneità tra i diversi tribunali. Analizzando a livello distrettuale le procedure esecutive immobiliari si è passati da un *range* 2 – 8 anni (durata media effettiva a livello nazionale pari a 4,3 anni) a un *range* 3 – 10 anni (durata media effettiva a livello nazionale pari a 5 anni). Le esecuzioni mobiliari e le procedure fallimentari hanno registrato una durata media effettiva pressoché costante mentre le altre procedure concorsuali hanno evidenziato un incremento delle tempistiche.

[28] La durata effettiva misura il tempo medio che è risultato necessario per la definizione dei procedimenti conclusi nell'anno di riferimento. La durata è calcolata come differenza tra la data di iscrizione e la data in cui viene pubblicata la sentenza o il provvedimento di definizione.

Figura 2.9 – Durate medie effettive in anni delle esecuzioni immobiliari e mobiliari, fallimenti e altre procedure concorsuali (2015 – 2019)



Fonte: Elaborazione autore su dati Sistema Informativo Esecuzione Civile Individuale e Concorsuale

Stiamo assistendo soltanto a un trasferimento delle masse di crediti *non-performing* all'interno del sistema finanziario. Vengono cancellati dai bilanci bancari e, nella maggior parte dei casi, trasformati, attraverso operazioni di cartolarizzazione, in titoli di debito sottoscritti, oltre che da investitori internazionali, da altri intermediari finanziari vigilati. Così come alta è l'attenzione sulle banche e sulla qualità dei loro attivi, altrettanta considerazione deve essere quindi riposta verso gli operatori che investono in NPL e/o si occupano della gestione e del recupero dei crediti deteriorati per conto terzi. Sono loro i veri attori della riduzione dello *stock* dei crediti *non-performing*. Occorre pertanto che l'attenzione si concentri sugli aspetti organizzativi e operativi degli intermediari-*servicer* conducendo verifiche su tematiche rilevanti quali le procedure di *due diligence* dei crediti deteriorati oggetto di potenziale investimento, le valutazioni di *risk management* sul *pricing* e la ricerca delle cause delle differenze tra previsioni di *business plan* e risultati effettivi conseguiti in tema di recuperi (*Tutino* e *Tutino*, 2020).

3. IL MERCATO DELLE *NON-PERFORMING EXPOSURES*

Anche a seguito dell'evoluzione regolamentare, in un contesto caratterizzato da una crescente attenzione da parte delle banche alla gestione proattiva delle *non-performing exposures*, si è assistito a un significativo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati. Lo scenario competitivo si è evoluto: una molteplicità di investitori ha iniziato a operare in tale mercato al fine di cogliere le crescenti opportunità di *business* createsi.

I *servicer* europei hanno iniziato a espandere la loro attività migliorando la specializzazione su diverse *asset class* di NPE e portando allo sviluppo di piattaforme di *servicing* sempre più integrate ed efficienti.

L'industria relativa al *debt servicing & collection* e al *debt purchasing* ha assunto un ruolo chiave nella riduzione dello *stock* di crediti deteriorati in Europa. Negli ultimi anni si è infatti assistito a una sua crescente evoluzione dipesa da diversi fattori: i) l'incremento significativo dei crediti *non-performing* in tutti i Paesi europei a seguito della crisi finanziaria del 2008; ii) gli interventi regolamentari volti a migliorare la qualità degli attivi delle banche; iii) l'aumento della concorrenza a seguito di un mercato sempre più globale per quanto riguarda le vendite di portafogli NPL.

Con l'aumentare dell'acquisto di portafogli di crediti *non-performing* da parte di investitori finanziari non bancari è aumentata, di conseguenza, la richiesta di servizi relativi alla gestione e al recupero dei crediti per conto terzi a *servicer* sia specializzati su determinate categorie di NPE sia operanti su larga scala geografica. Alcuni, già operativi da diversi anni, hanno adattato i loro modelli di *business* alle nuove esigenze evidenziate dalle banche e dagli investitori; altri, di nuova costituzione, hanno implementato nuovi modelli di *business* con l'obiettivo di fornire servizi collegati all'intero processo di gestione del credito in virtù della crescente rilevanza registrata dagli UTP nel panorama NPE.

Lo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati evidenziato negli ultimi anni ha portato così a una intensa attività di acquisizioni e fusioni nel panorama europeo favorendo una integrazione e una standardizzazione in tutto il settore del *credit management*. Investitori internazionali, oltre a concludere transazioni di portafogli NPL nei vari Paesi europei, hanno acquisito piattaforme di *servicing* così da costituire delle strutture operative di proprietà deputate al recupero dei crediti deteriorati acquisiti.

Stiamo assistendo a un progressivo consolidamento: il mercato sempre più competitivo, operatori sempre più specializzati, tecnologie e architetture IT sempre più sofisticate e

implicazioni operative sempre maggiori al fine di soddisfare i requisiti normativi stanno accelerando la trasformazione del settore.

Il ritmo di consolidamento nel settore del *servicing* sta seguendo il *trend* di crescita delle transazioni NPE: gli investitori, operando su scala globale, si aspettano infatti sempre più la stessa dinamicità dai loro *servicing partner*. Ciò è dimostrabile attraverso l'evidenza: i) delle transazioni relative a piattaforme di recupero di crediti deteriorati cedute dalle banche contestualmente al trasferimento di rilevanti portafogli NPL e alla sottoscrizione di accordi di *servicing* pluriennali sui flussi futuri di crediti *non-performing* che si genereranno; ii) delle acquisizioni di *servicer* specializzati su determinate *asset class* da parte di altri *servicer* già operanti su larga scala.

3.1 Le modalità di acquisizione dei crediti *non-performing*

Prima del 2015 le transazioni relative ai crediti deteriorati erano in qualche modo straordinarie. A partire dal 2008, infatti, lo *stock* di esposizioni *non-performing* detenuto dalle banche europee ha registrato una tendenziale crescita raggiungendo il suo picco massimo alla fine del 2014, anno a partire dal quale il mercato NPE è decollato.

Le transazioni, avvenute principalmente sul mercato primario, hanno pertanto rappresentato il principale *driver* della riduzione dello *stock* di crediti deteriorati osservata negli ultimi 5 anni: tali operazioni sono derivate dalle strategie di *deleveraging* poste in essere dalle banche al fine di migliorare la qualità dei propri attivi incoraggiate da fattori sia endogeni sia esogeni come la correlazione positiva tra il valore azionario e l'*asset quality* delle stesse e la pressione regolamentare.

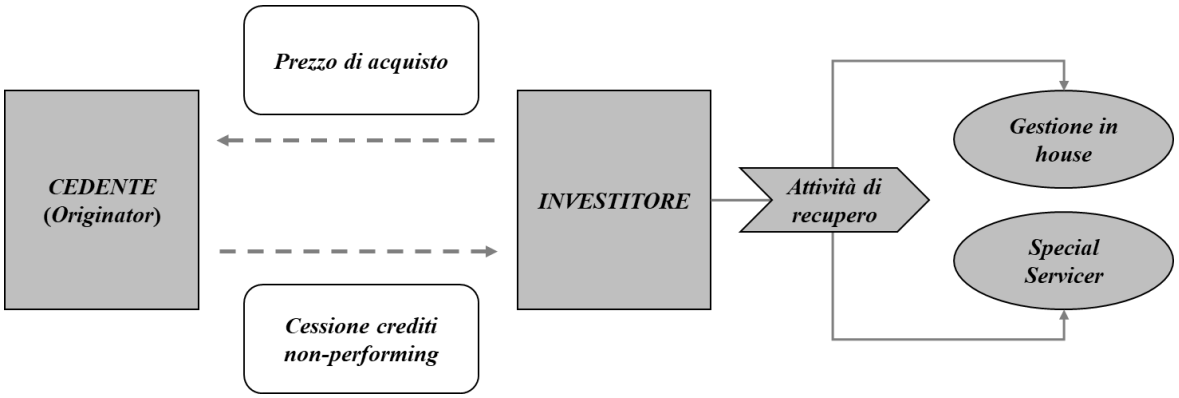
Ma come avvengono normalmente le transazioni in portafogli *non-performing*? Gli investimenti in esposizioni deteriorate vengono finalizzati attraverso due modalità:

a) metodo diretto;

b) metodo indiretto.

Nel caso *a)* gli investitori acquistano direttamente i crediti deteriorati dalle banche iscrivendoli nel proprio attivo di bilancio tra le attività finanziarie detenute. Per il recupero dei crediti acquisiti (attività di *special servicing*) potrebbero avvalersi sia di una propria struttura interna (gestione *in house*) sia delegando tale attività a terzi operatori specializzati (*sub-servicer*).

Figura 3.1 – Metodo diretto di acquisizione dei crediti deteriorati



Fonte: Elaborazione autore

Nel caso *b)*, invece, gli investitori acquistano i crediti *non-performing* indirettamente tramite la sottoscrizione:

- di titoli di debito derivanti da operazioni di cartolarizzazione[29];
- di quote di fondi.

In caso di cartolarizzazione, le esposizioni deteriorate vengono trasferite a società veicolo costituite *ad hoc* (SPV, *Special Purpose Vehicle*) aventi come oggetto sociale esclusivo la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione di crediti. Lo SPV si caratterizza per avere personalità giuridica e patrimonio separato da quello dell'*originator*, ossia dal soggetto che cede i crediti *non-performing* oggetto della cartolarizzazione. Inoltre, viene comunemente definito come "*bankruptcy remote company*" dal momento che non può fallire e non può essere influenzato dalle vicende economiche, legali e creditizie dell'*originator* dei crediti sottostanti. Infatti, poiché lo SPV è un'entità giuridica totalmente separata dall'*originator*, le vicende della cartolarizzazione e la tutela degli interessi degli obbligazionisti e, genericamente di tutti gli *stakeholders*, non saranno influenzate dalle vicende del soggetto cedente ma solamente dalla *performance* del sottostante.

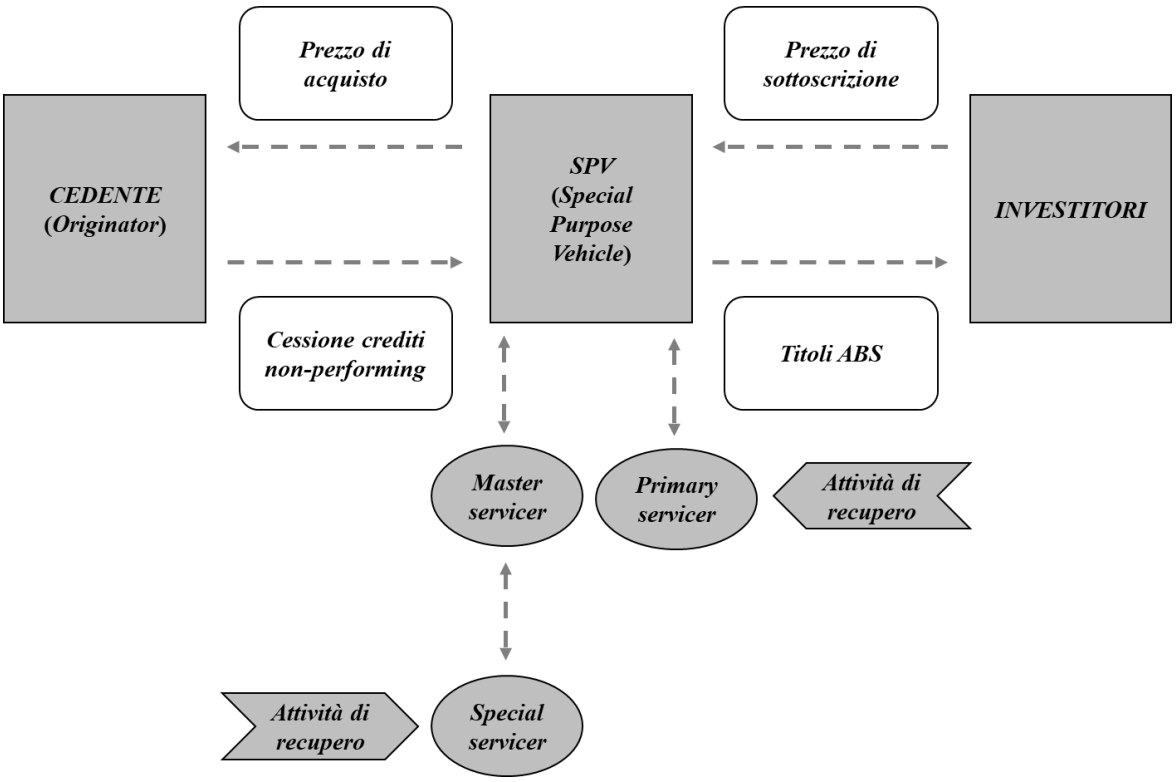
[29] Banca d'Italia, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche, Titolo II, Cap. 2, Parte Seconda, Sezione I: "*a fini prudenziali per operazioni di cartolarizzazione si intendono le operazioni che riguardano una o più attività per le quali si realizzi la segmentazione (tranching) del profilo di rischio di credito in due o più parti (tranches) che hanno differente grado di subordinazione nel sopportare le perdite sulle attività cartolarizzate.*"

Lo SPV corrisponde all'*originator*, a fronte della cessione degli NPL, il prezzo di acquisto di tali crediti finanziandosi attraverso l'emissione di una o più classi di titoli (*notes*) *Asset Backed Securities* (ABS) sottoscritti dagli investitori. I titoli di debito emessi hanno pertanto come sottostante i crediti *non-performing* mentre gli incassi registrati a seguito del loro recupero vengono destinati in via esclusiva a garantire il rimborso del capitale e la corresponsione degli interessi che maturano sulle *notes*.

I titoli di debito emessi dallo SPV al fine di finanziare l'acquisto dei crediti deteriorati oggetto dell'operazione di cartolarizzazione sono quindi direttamente collegati agli attivi cartolarizzati. La relazione tra NPL cartolarizzati e ABS è ulteriormente rafforzata dalla clausola "*limited recourse*" con la quale sono emessi tali titoli. La clausola "*limited recourse*" vincola infatti il rimborso delle ABS, relativamente sia alla quota interessi sia alla quota capitale, ai flussi di cassa generati dai crediti *non-performing* cartolarizzati. Le ABS non sono infatti garantite dal patrimonio dello SPV emittente e, di conseguenza, il rendimento per gli investitori dipende dalla capacità di recupero delle esposizioni deteriorate cartolarizzate.

Tramite la cartolarizzazione si manifesta quindi l'effettiva cessione dei crediti *non-performing* da parte dell'*originator* allo SPV che a sua volta emette titoli di debito, il cui sottostante è rappresentato dai crediti deteriorati acquisiti, sottoscritti dagli investitori.

Figura 3.2 – Metodo indiretto di acquisizione dei crediti deteriorati: la cartolarizzazione



Fonte: Elaborazione autore

In una operazione di cartolarizzazione intervengono molteplici soggetti che ricoprono diversi ruoli. I principali sono:

- l'*originator* o *original lender*, ossia la banca cedente o le banche cedenti (in questo caso si parla di cartolarizzazioni *multi-originator*) i crediti deteriorati;
- lo *special purpose vehicle* (SPV) che rappresenta il cessionario, ossia l'acquirente dei crediti deteriorati a fronte dei quali emette titoli negoziabili, le ABS, al fine di finanziarne l'acquisto;
- lo *sponsor* (promotore), ossia il soggetto diverso dal cedente, che istituisce l'operazione di cartolarizzazione;
- l'*arranger* ossia il soggetto cha ha il compito di strutturare, organizzare e coordinare l'intera operazione di cartolarizzazione. Esso affianca l'*originator* nell'individuazione e nella selezione sia del portafoglio da cartolarizzare sia degli investitori. Nella maggior parte dei casi, nella sua veste di *lead manager*, si occupa

anche dell'emissione e del collocamento delle *notes*. L'*arranger* analizza quindi la domanda degli investitori e struttura la transazione in modo efficiente ed economico secondo un meccanismo di *tranching* mediante la segmentazione della cartolarizzazione in una o più classi (*tranches*);

- gli *investitori*, ossia i soggetti che sottoscrivo le ABS emesse dallo SPV. Attraverso il *tranching*, lo strumento delle ABS consente di accogliere nell'ambito della stessa operazione una vasta tipologia di investitori con diversi profili di rischio e rendimento;
- il *servicer* (*master servicer*), ossia il soggetto che svolge una serie di compiti amministrativi per lo SPV. Esso è incaricato della gestione delle attività di recupero dei crediti (riscossione, servizi di cassa e pagamento e verifica sull'attività dei *sub-servicer*), della verifica e del monitoraggio della conformità e della rispondenza della cartolarizzazione alla normativa vigente e al prospetto informativo, della predisposizione dei *servicing report* per gli *stakeholders*, ecc.;
- i *sub-servicer* (*special servicer*), ossia i soggetti che, su delega del *servicer*, svolgono attività di recupero crediti.

Rispetto all'acquisto diretto dei crediti *non-performing*, in caso di cartolarizzazione si evidenziano normalmente due figure: il *master servicer*, responsabile dei compiti di natura regolamentare, e il *sub-servicer* o *special servicer* a cui viene delegata l'attività operativa di gestione dei crediti. Viene invece denominato *primary servicer* il soggetto che, oltre a svolgere i compiti di natura regolamentare, gestisce direttamente anche i crediti nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.

Come precedentemente evidenziato, l'emissione delle ABS da parte dello SPV avviene attraverso la segmentazione del rischio di credito in diverse classi (*tranches*) con l'obiettivo di ottimizzarne il profilo di rischio-rendimento, massimizzare il costo medio di finanziamento dei crediti deteriorati acquisiti e coinvolgere un ampio numero di investitori.

Le diverse *tranches* si differenziano per il grado di priorità nel rimborso che ne caratterizza il relativo rendimento. Di norma si osservano le tre seguenti classi:

- *senior tranche*: evidenzia la priorità nei pagamenti rispetto alle *tranche* subordinate. Rappresentando la classe meno rischiosa è pertanto caratterizzata da un rendimento inferiore rispetto alle classi ad essa subordinate;

- *mezzanine tranche*: classe intermedia tra *senior* e *junior tranche*;
- *junior tranche*: rappresenta la classe più subordinata e, di conseguenza, la più rischiosa in quanto assorbe le prime perdite derivanti da eventuali mancati recuperi dei crediti deteriorati cartolarizzati. Venendo rimborsata per ultima offre quindi un rendimento significativamente più elevato rispetto alle altre *tranche* e beneficia, eventualmente, di qualsiasi riserva accumulata ma non utilizzata distribuibile ai fini della cartolarizzazione (*variable return*).

Le ABS meno rischiose presentano quindi un elevato grado di *seniority* e sono le prime in ordine di priorità ad essere remunerate e rimborsate. Pertanto, maggiore è il grado di subordinazione, maggiore è il rischio e il relativo rendimento associato alle ABS.

Dopo la crisi finanziaria del 2008, l'approccio dei *Regulator* nei confronti della finanza strutturata è diventato piuttosto controverso. Se da un lato ne riconoscono i vantaggi ai fini del corretto funzionamento dei mercati finanziari, dall'altro ne hanno rafforzato il quadro normativo al fine di ridurre l'eccessiva leva finanziaria e la complessità di determinate operazioni. I principali elementi su cui ci si è focalizzati sono stati:

- i modelli "*originate to distribute*" caratterizzati da scarsi incentivi volti a controllare la qualità dei crediti sottostanti e da *due diligence* non approfondite;
- il significativo affidamento acritico a modelli matematici interni e a valutazioni esterne da parte delle agenzie di *rating*;
- l'estrema complessità delle strutture delle operazioni.

Per rilanciare il mercato europeo delle cartolarizzazioni e ridurre i rischi insiti nelle strutture troppo complesse e rischiose, le Autorità hanno pertanto lavorato al fine di istituire un nuovo regolamento sulle cartolarizzazioni in vigore dal 1° gennaio 2019. Il Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le Direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i Regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012, è un insieme di norme suddivisibili in tre parti:

1) la prima parte si applica a tutte le cartolarizzazioni emesse all'interno dell'Unione Europea;

2) la seconda parte fornisce la definizione e alcune regole relative alle cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate;

3) la terza parte è connessa a questioni procedurali e regolamentari.

L'obiettivo è stato quello di disegnare un "nuovo" quadro normativo europeo relativo alle cartolarizzazioni: se da un lato il Regolamento 2017/2402 introduce una nuova e peculiare disciplina per le "cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate" (le c.d. "*Cartolarizzazioni STS*"), dall'altro riordina e interviene su alcune tematiche proprie della regolamentazione relativa alle cartolarizzazioni quali, ad esempio, la necessità per l'investitore di effettuare attività di "*due diligence*" oppure l'obbligo per l'*originator*/*sponsor* di mantenere su base continuativa un interesse economico netto rilevante nella cartolarizzazione (il c.d. "*skin in the game*") già oggetto di regolamentazione in ambito europeo[30]. L'obbligo di *risk retention* da parte dell'*originator*/*sponsor* può essere soddisfatto attraverso i seguenti metodi:

i) *vertical slice*: mantenimento di almeno il 5% del valore nominale di ciascuna classe di *notes*;

ii) *random selection*: mantenimento di almeno il 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate scelte casualmente;

iii) *first loss tranche*: mantenimento del segmento più subordinato – *equity tranche* – nella *capital structure* della cartolarizzazione. Laddove non sia così raggiunto il 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate, occorre mantenere altri segmenti aventi profilo di rischio uguale o maggiore di quelli trasferiti o ceduti agli investitori e la cui durata non sia inferiore alla durata di quelli trasferiti o ceduti agli investitori in modo tale che il mantenimento equivalga complessivamente almeno al 5% del valore nominale delle esposizioni cartolarizzate.

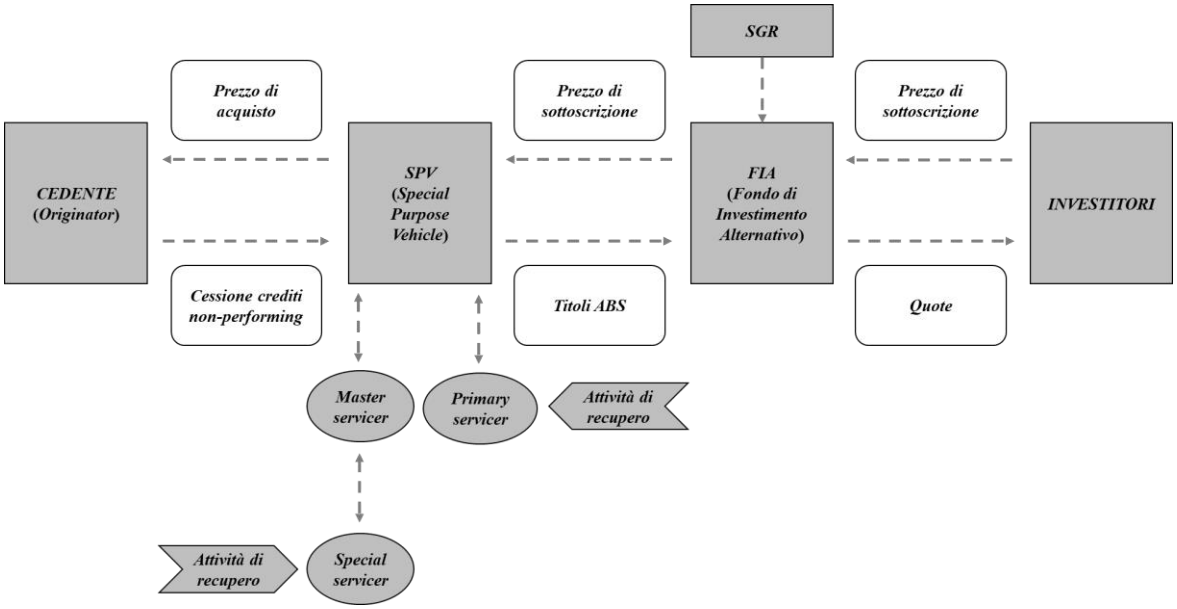
Nell'ambito della modalità indiretta di acquisizione di crediti *non-performing*, operano anche le società di gestione del risparmio (SGR) tramite fondi di investimento alternativi (FIA). Le quote di tali fondi, istituiti per interventi di acquisto di strumenti finanziari di diverse *seniority* emessi da SPV costituiti *ad hoc* per l'acquisto di portafogli di crediti deteriorati, vengono sottoscritte dagli investitori.

[30] Cfr. Regolamento (UE) n. 575/2013, Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 e Regolamento (UE) n. 35/2015.

L'indipendenza e la specializzazione delle società di gestione assicurano una valutazione oggettiva e puntuale degli investimenti che i fondi valutano ed effettuano. Essi gestiscono inoltre gli *asset* in portafoglio attraverso il monitoraggio attivo degli *special servicer* e dei relativi recuperi, intervenendo nelle decisioni strategiche relative ai portafogli così come previsto dalle regole di *governance* di ciascuna operazione.

Tale tipologia di investimento rappresenta pertanto una modalità di operare in via indiretta all'interno del mercato degli NPL.

Figura 3.3 – Metodo indiretto di acquisizione dei crediti deteriorati: i fondi di investimento alternativi



Fonte: Elaborazione autore

3.2 Gli operatori del mercato dei crediti deteriorati

Oltre ai classici fondi di investimento internazionali, sul mercato dei crediti *non-performing* operano istituti specializzati nell'acquisizione e gestione di NPL e nella ristrutturazione di crediti. Alcuni rappresentano gruppi internazionali *leader* nel settore operanti in vari Paesi dell'Europa; altri, di dimensioni più ridotte, operano nei singoli Paesi caratterizzati da elevati livelli di crediti deteriorati.

In Italia, relativamente all'attività di investimento, risultano autorizzati ad acquisire crediti:

a) le banche;

b) gli intermediari finanziari iscritti all'Albo ai sensi dell'art. 106 del Testo Unico Bancario (TUB);

c) le società titolari della licenza per l'attività di recupero stragiudiziale di crediti ai sensi dell'art. 115 del Testo unico delle leggi di pubblica sicurezza (TULPS) quando ricorrono le seguenti condizioni:

    1. i crediti sono acquistati a fini di recupero e sono ceduti da banche o altri intermediari finanziari sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, i quali li hanno classificati in sofferenza, ovvero da soggetti diversi dai precedenti purché si tratti di crediti vantati nei confronti di debitori che versano in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni sostanzialmente equiparabili, secondo quanto accertato dai competenti organi sociali; non rileva, a tal fine, l'esistenza di garanzie reali o personali;

    2. i finanziamenti ceduti non superano l'ammontare complessivo del patrimonio netto della società acquirente;

    3. il recupero dei crediti acquistati avviene senza la stipula di nuovi contratti di finanziamento con i debitori ceduti, la novazione di quelli in essere, la modifica delle condizioni contrattuali; non rilevano a tali fini l'estinzione anticipata e la posticipazione dei termini di pagamento.

    Tali condizionalità valgono sia in caso di acquisizione diretta sia in caso di sottoscrizione di *notes* nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione; le attività sottostanti i titoli ABS devono infatti soddisfare i requisiti di cui sopra.

Le banche e gli intermediari "106" possono quindi investire attraverso:

- l'acquisizione diretta di portafogli di crediti *non-performing* o di singoli crediti (*single name*);
- la sottoscrizione, in qualità di *sponsor*, di una parte dei titoli ABS emessi dallo SPV nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti deteriorati (c.d. *retention rule*);
- la sottoscrizione, in qualità di investitore, di una parte dei titoli ABS emessi dallo SPV nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione dei crediti deteriorati (es. *tranche mezzanine*);

- la sottoscrizione di tutte le *notes* (*tranche senior*, *mezzanine* e *junior*) della cartolarizzazione con sottostante crediti deteriorati;
- la sottoscrizione di quote di fondi di investimento alternativi costituiti al fine di investire in operazioni riguardanti crediti *non-performing*.

Le società di recupero "115" si evidenziano invece come "investitori condizionati":

- nell'acquisizione diretta di portafogli di crediti *non-performing* o di singoli crediti (*single name*);
- nella sottoscrizione di *notes* nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.

Le banche, gli intermediari "106" e le società di recupero "115", oltre che come potenziali investitori, sono presenti sul mercato dei crediti deteriorati nelle vesti di *servicer*. Nello specifico, le banche con modello di *business* incentrato sugli NPL, le banche che presentano al loro interno una specifica *business line* dedicata al comparto dei crediti *non-performing* e gli intermediari "106" possono svolgere attività sia di *master* sia di *special servicing*. Le società in possesso di licenza ex art. 115 TULPS possono invece svolgere soltanto attività di *special servicing*.

Il ruolo svolto dai diversi operatori varia, quindi, a seconda che si operi o meno nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione.

In caso di cartolarizzazione, solo le banche e gli intermediari "106" possono assumere il ruolo di *master servicer* svolgendo compiti di natura regolamentare quali:

- adempimenti antiriciclaggio;
- segnalazioni di Vigilanza;
- segnalazioni in Centrale Rischi;
- servizi di riscossione dei crediti ceduti;
- servizi di cassa e pagamento;
- monitoraggio delle attività *sub*-delegate.

Il ruolo di *special servicer* può essere invece assunto indistintamente da banche, intermediari "106" e società di recupero "115", i cui compiti possono essere così sintetizzati:

- avvio e gestione delle procedure di recupero;
- comunicazioni con i debitori;

– transazioni;

– verifiche operative antiriciclaggio;

– mantenimento ipoteche e garanzie accessorie;

– custodia e aggiornamento dei documenti;

– predisposizione *business plan* di recupero e rendiconti periodici.

L'attività di *special servicing* può essere inoltre svolta da banche, intermediari "106" e società di recupero "115" anche al di fuori dell'ambito della cartolarizzazione a seguito dell'assunzione di mandati relativi alla gestione e al recupero di crediti *non-performing* per conto terzi (banche o investitori).

Di seguito si riportano le attività che i diversi operatori possono svolgere all'interno del mercato dei crediti deteriorati.

Figura 3.4 – Attività esercitabili dagli operatori del mercato NPL

BANCHE	*INTERMEDIARI FINANZIARI (art. 106 TUB)*	*SOCIETÀ DI RECUPERO CREDITI (art. 115 TULPS)*
Acquisizione di crediti (metodo diretto e indiretto)	*Acquisizione di crediti (metodo diretto e indiretto)*	*Acquisizione di crediti (metodo diretto e indiretto) con condizionalità*
Modifica dei termini contrattuali dei crediti acquisiti	*Modifica dei termini contrattuali dei crediti acquisiti*	
Concessione di finanziamenti	*Concessione di finanziamenti*	
Master Servicing	*Master Servicing*	
Special Servicing	*Special Servicing*	*Special Servicing*

Fonte: Elaborazione autore

Nel tempo, grazie alle competenze acquisite, i *servicer* hanno ampliato e diversificato l'offerta dei servizi di supporto e consulenza nel *credit management* (*Malinconico*, 2020). A sostegno dell'attività di *special servicing*, essi forniscono infatti servizi relativi alla strutturazione di operazioni di cartolarizzazione, attività di consulenza per l'individuazione delle opportunità di investimento e servizi connessi alla gestione di portafogli NPE. Supportano quindi:

- le banche (*originator*) nella *data remediation*, *due diligence* e valutazione dei portafogli oggetto di cessione e nell'individuazione dei potenziali investitori;
- gli investitori nella *due diligence*, nelle valutazioni *real estate*, nell'analisi e valutazione dei portafogli oggetto di potenziale investimento, nella definizione delle strategie di recupero, nella predisposizione dei *business plan*, nella costituzione e gestione di Reoco (*Real estate owned company*) finalizzate all'acquisizione, gestione e valorizzazione di beni immobili posti a garanzia dei crediti deteriorati.

All'interno del mercato dei crediti *non-performing* è possibile, pertanto, evidenziare tre diverse modalità di approccio strategico, di operatività, di rischiosità assunta:

1) netta separazione tra "*debt servicing*" e "*debt purchasing*". In questo caso è evidenziabile la netta distinzione tra i diversi operatori: da un lato coloro che svolgono attività di *servicing* e forniscono servizi di supporto e consulenza e dall'altro coloro che acquisiscono portafogli di crediti deteriorati o singoli crediti direttamente o indirettamente; siamo quindi di fronte a due estremi di *business*: solo *servicing* e servizi nell'ambito del *credit management* (non assunzione di rischio) o solo investimenti (assunzione di rischio);
2) separazione "teorica" tra "*debt servicing*" e "*debt purchasing*". Gli intermediari, che acquisiscono portafogli di crediti *non-performing* e/o crediti *single name* o sottoscrivono *notes* e/o quote di fondi, assumono un'esposizione al rischio di credito; l'assunzione di rischio può essere tuttavia soltanto temporanea: l'intermediario potrebbe infatti (ri)cedere a terzi il portafoglio/credito acquisito o le *notes*/quote di fondi sottoscritte poco dopo l'investimento effettuato pur mantenendo l'attività di *servicing*. Il massimo rischio assunto dall'intermediario nell'aver acquisito interamente il portafoglio di crediti *non-performing* o nell'aver sottoscritto tutte le *notes* emesse a fronte della cartolarizzazione di NPE potrebbe pertanto significativamente diminuire a seguito del mantenimento in bilancio soltanto di una

parte dei crediti deteriorati acquisiti (co-investitore) oppure di una parte dei titoli sottoscritti in veste di *sponsor*.

In questo stadio rientrano inoltre anche gli intermediari che operano direttamente per conto di terzi investitori strutturando le operazioni di cartolarizzazione di crediti *non-performing*, sottoscrivendo, in qualità di *sponsor*, una parte dei titoli emessi dallo SPV (*retention rule*) e svolgendo attività di *servicing*;

3) integrazione tra "*debt servicing*" e "*debt purchasing*". A seguito dell'evoluzione e del cambiamento del mercato dei crediti deteriorati, gli obiettivi strategici definiti dai vari intermediari possono rapidamente mutare nel tempo portando a una integrazione dei due modelli. In tale ambito rientrano, ad esempio, le operazioni finalizzate negli ultimi anni che hanno visto, contestualmente alla cessione di portafogli di crediti *non-performing*, la collocazione sul mercato di piattaforme di *servicing*. Alcuni intermediari, oltre ai portafogli, hanno infatti acquisito anche le piattaforme NPL delle banche sottoscrivendo, con le stesse, accordi di *servicing* pluriennali sui flussi futuri di crediti deteriorati che si genereranno.

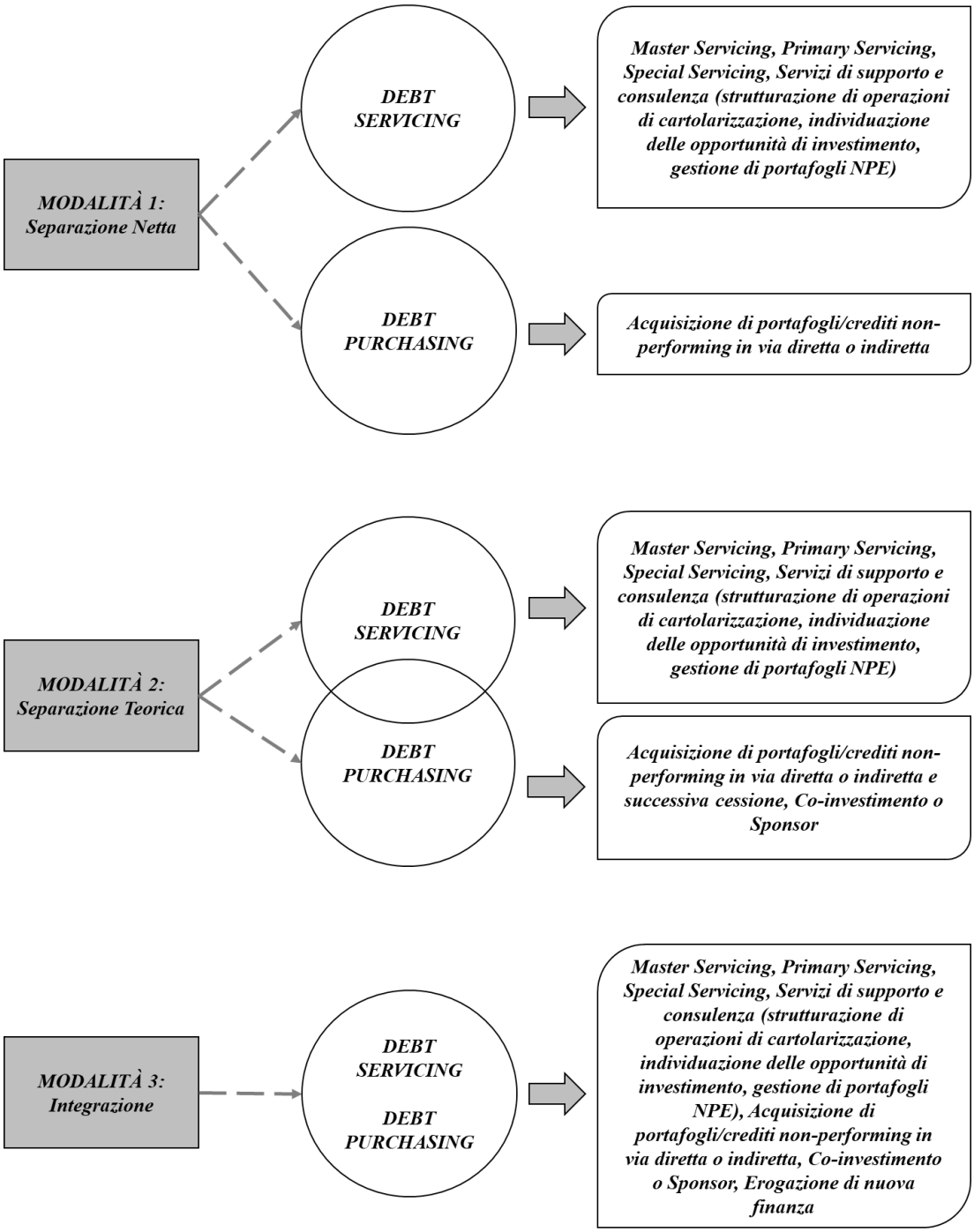
   Si evidenziano così intermediari che svolgono varie attività e offrono una molteplicità di servizi nell'ambito della gestione dei crediti deteriorati. Lato "*debt purchasing*" le attività riguardano l'investimento in portafogli NPE sia direttamente sia tramite l'acquisto di titoli emessi da veicoli di cartolarizzazione o di quote di fondi. In tale ambito, l'intermediario può anche assumere il ruolo di co-investitore o ricoprire il ruolo di *sponsor* nelle operazioni di cartolarizzazione. Presidia integralmente il processo di gestione dei crediti acquisiti anche attraverso la possibilità di erogare direttamente nuova finanza per consentire la continuità aziendale a determinati debitori e creare le premesse per una loro ripresa anche in una fase di ristrutturazione. A tale riguardo, la gestione dei portafogli/crediti *non-performing* può essere distinta tenendo conto dei seguenti criteri:

   – crediti "*gone concern*" (*workout*): in tali casi la strategia di recupero è finalizzata alla massimizzazione del valore di realizzo del *collateral*;

   – crediti "*going concern*" (*unlikely to pay*): in tali casi la strategia di recupero prevede una gestione attiva delle posizioni creditizie facendo anche ricorso, in determinate situazioni, alla concessione di nuova finanza, al fine di riportare *in bonis* i debitori e massimizzare il recupero.

Lato "*debt servicing*" l'intermediario, dotato di risorse specializzate e di adeguate infrastrutture tecnologiche e operative, può offrire a banche, società finanziarie e investitori terzi diversi servizi di *servicing* (*master*, *primary* e *special servicing*) e di supporto e consulenza nel *credit management*.

Figura 3.5 – Modelli di *business* degli operatori NPL



Fonte: Elaborazione autore

3.3 *Pricing* e *portfolio monitoring* degli investimenti in crediti deteriorati

Al pari di ogni investimento finanziario, anche l'investimento in crediti deteriorati richiede verifiche e valutazioni specifiche (*Tutino e Tutino*, 2020). La definizione della struttura complessiva delle operazioni di investimento in crediti *non-performing* è infatti soggetta a una appropriata *due diligence* del portafoglio/credito *single name* oggetto di potenziale acquisizione: occorre verificare l'esistenza dei documenti attestanti il credito, le eventuali garanzie a supporto dello stesso e le azioni legali già avviate dall'*originator* ai fini del recupero dell'esposizione. Nella fase di *due diligence*, l'investitore provvede quindi ad analizzare il portafoglio/credito *single name* oggetto di potenziale acquisizione attraverso una verifica legale, fiscale, finanziaria e immobiliare delle informazioni contenute nel *database* messo a disposizione dal cedente nella *virtual data room* (VDR).

Nella fase iniziale del processo di acquisizione di un portafoglio/credito *single name non-performing*, il cedente mette a disposizione dei potenziali investitori informazioni ridotte ma essenziali (presenza di *collateral*, *size* del *Gross Book Value*[31], tipologia del debitore, *default vintage* del credito, localizzazione delle esposizioni, tipologia di garanzia, procedure di recupero già avviate) ai fini della predisposizione di una offerta non vincolante (*non-binding offer*). Viene così delineata una *short list* dei potenziali investitori che procedono, a seguito di una più approfondita *due diligence*, alla formulazione di una offerta vincolante (*binding offer*). Il portafoglio/credito *single name non-performing* viene ceduto al potenziale investitore che ha formulato la migliore offerta.

Per portafogli di elevato ammontare, a causa sia degli elevati costi da sostenere sia del limitato tempo a disposizione per analizzare tutti i crediti oggetto di potenziale acquisizione, l'investitore seleziona un campione di pratiche da analizzare individuando così il perimetro da valutare analiticamente. L'attività di *pricing* viene quindi preceduta da una stratificazione e clusterizzazione del portafoglio oggetto di potenziale investimento così da individuare le posizioni creditizie sulle quali è richiesta una approfondita *due diligence* sia legale sia immobiliare ai fini di una corretta valorizzazione in sede di formulazione dell'offerta.

[31] Rappresenta l'ammontare dell'esposizione debitoria, ossia il valore nominale del credito vantato (comprensivo di interessi di mora e/o spese legali).

Il potenziale valore di recupero e il *timing* dello stesso sono fondamentali per la definizione del prezzo di un credito *non-performing*. In sede di *underwriting*, la valutazione dei crediti deteriorati è infatti condotta attraverso la stima:

a) degli importi di recupero associati alla singola esposizione;

b) delle relative date di incasso.

Essa viene espressa al netto della stima degli oneri attesi per la conclusione delle attività di recupero direttamente correlati al rapporto (i.e. spese legali e procedurali) e dei costi di *servicing*.

Per la valutazione dei portafogli di crediti deteriorati possono essere utilizzate diverse metodologie:

i) valutazione analitica: analisi *line by line* delle posizioni creditizie dal punto di vista legale, immobiliare (nel caso di crediti *secured*) e procedurale, sulla base della quale si determinano la strategia di recupero, il tempo di recupero e le *gross disposal proceeds*[32] (GDP). In questo caso, la precisione della *due diligence* è massima e vengono considerati e valutati tutti gli aspetti fondamentali della posizione creditizia oggetto di analisi;

ii) valutazione statistica: analisi effettuata sulla base di modelli statistici calibrati in funzione delle caratteristiche dei crediti oggetto di potenziale investimento;

iii) valutazione mediante curve di recupero *benchmark*: analisi effettuata sulla base di curve di recupero storiche evidenziate su portafogli omogenei di crediti *non-performing*. Le principali variabili considerate per la creazione dei *cluster* sono la *ticket size*, la *default vintage*, la tipologia di credito (*secured*/*unsecured*) e la tipologia di *borrower* (*corporate*/*individual*).

Effettuata la valutazione delle singole posizioni creditizie, viene costruito il *business plan* di *underwriting* del portafoglio oggetto di potenziale acquisizione da parte dell'investitore. Utilizzando in modo combinato le metodologie di valutazione sopra descritte e, attualizzando i flussi di cassa netti (*net cash flow* – NCF) relativi a ogni singolo rapporto (previsioni di recupero al netto delle spese legali e dei costi di *servicing*) a un determinato

[32] Rappresentano l'ammontare recuperabile atteso sulla base della predisposizione di un *business plan* che definisce la strategia di recupero sulle singole posizioni.

tasso di rendimento atteso per l'investimento (*internal rate of return* – IRR), viene definito il *purchase price*[33] (PP) del portafoglio di crediti *non-performing*.

La metodologia di valutazione applicata per l'attualizzazione dei flussi di cassa generati dal portafoglio nettati delle spese legali e procedurali e delle *servicing fees* è rappresentata dal *discount cash flow* (DCF):

$$PP = \sum_{t=1}^{N} \frac{NCF_t}{(1 + IRR)^t}$$

Il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei recuperi netti stimati nei diversi periodi rappresenta il costo del capitale investito, ovvero il tasso di rendimento richiesto dall'investitore per remunerare sia i mezzi propri sia l'indebitamento. Investitori che richiedono un minor rendimento sul capitale proprio e/o riescono a finanziarsi sul mercato a tassi migliori rispetto ai *competitors*, riescono a formalizzare migliori offerte in sede di *binding offer* in quanto il loro *purchase price* risulterà più vicino al valore di bilancio dei crediti oggetto di cessione da parte dell'*originator*.

Generalmente la cessione di un portafoglio di crediti *non-performing* da parte dell'*originator* è infatti difficilmente conseguibile a un valore pari al *Net Book Value*[34] (NBV) iscritto in bilancio. Esso viene determinato attualizzando i flussi di cassa attesi (FC) stimati dal recupero al tasso di rendimento effettivo del credito previsto contrattualmente (r):

$$NBV = \sum_{t=1}^{N} \frac{FC_t}{(1 + r)^t}$$

I principali elementi che contribuiscono alla formazione del "*price gap*" tra *originator* e investitore sono pertanto rappresentati:

[33] Rappresenta il *pricing* dell'investitore, ossia il prezzo al quale è disposto ad acquistare il portafoglio di crediti *non-performing*.

[34] Rappresenta il valore contabile del credito, ossia il valore di iscrizione in bilancio.

i) dall'IRR: il tasso di rendimento atteso utilizzato dall'investitore è di gran lunga superiore al tasso di rendimento effettivo utilizzato dall'*originator*. Esso incorpora anche la qualità dell'informazione relativa ai crediti oggetto della cessione;

ii) dai diversi costi che riguardano la gestione del portafoglio oggetto di cessione (spese legali e procedurali e costi di *servicing*). I principi contabili internazionali impongono infatti all'*originator* di tener conto dei costi indiretti di gestione solo nell'anno in cui questi vengono sostenuti, laddove i diversi investitori ne tengono conto al momento della valutazione.

Minore sarà l'IRR utilizzato dall'investitore (che sconta anche la qualità dei dati del portafoglio oggetto di potenziale acquisizione), minore sarà quindi il *gap* che si crea tra il *net book value* dell'*originator* e il *purchase price* dell'investitore.

In definitiva, il *pricing* di un credito *non-performing* è pertanto funzione di tre variabili:

1) il *recovery rate*, ovvero i *cash flow* attesi dalle attività di recupero;

2) il *time to recovery*, che rappresenta la tempistica attesa di recupero;

3) l'*internal rate of return*, ossia il tasso di attualizzazione dei *cash flow*.

Definito il *business plan* e il prezzo di acquisto del portafoglio, è necessario monitorare le *performance* di recupero al fine di presidiare il rischio di credito a cui un investitore che acquista crediti deteriorati si espone.

Per un investitore, tenuto conto della natura degli attivi creditizi *non-performing*, il rischio di credito non attiene infatti all'insolvenza della controparte – già manifestatasi – ma rappresenta il rischio di perdita derivante da incassi da gestione o da (ri)cessione dei crediti deteriorati acquisiti – singola o in blocchi – inferiori rispetto ai corrispettivi pagati a causa della minore capacità di rimborso dei debitori, dei maggiori costi legali e di *servicing*, del deprezzamento delle garanzie, dell'andamento avverso del mercato immobiliare e del mancato rispetto delle tempistiche dei recuperi attesi.

Un controllo di gestione che vada a monitorare nel continuo l'andamento dell'attività di recupero, il rispetto delle stime dei tempi di recupero e, di conseguenza, gli scostamenti rispetto al *business plan* ipotizzato – da cui deriva il valore dei crediti deteriorati acquisiti – è pertanto di cruciale importanza per gli effetti che i ritardi/anticipi nelle tempistiche di incasso e i minori/maggiori incassi registrati rispetto alle previsioni determinano sui risultati economici, finanziari e patrimoniali dell'investitore. È fondamentale quindi che venga

implementato un monitoraggio del processo di recupero che indaghi in modo approfondito gli incassi effettivi rispetto a quelli previsti.

Su un portafoglio *non-performing* è ipotizzabile un monitoraggio che rilevi gli scostamenti degli incassi rispetto alle previsioni di *business plan* per:

i) *size* del *gross book value*;

ii) *servicer*;

iii) metodologia di valutazione.

Tale clusterizzazione ha lo scopo di aiutare la "lettura" degli incassi in modo da fornire evidenze oggettive e analitiche rispetto alle previsioni di recupero e porre in essere azioni rimediali nel caso di scostamenti significativi rispetto a quanto previsto dal *business plan*. Tali scostamenti, se da un lato hanno lo scopo di prevedere una eventuale *overperformance*/*underperformance* rispetto al *business plan*, dall'altro hanno l'obiettivo di evidenziare eventuali errate valutazioni effettuate in sede di *underwriting*/valutazione di bilancio dei crediti relativi a un determinato *cluster*.

Altra analisi da implementare sul processo di recupero di un portafoglio *non-performing* riguarda il monitoraggio:

i) del *business plan all life*;

ii) del *business plan* dell'esercizio in corso;

iii) del *business plan* del mese/trimestre/semestre analizzato.

Attraverso il monitoraggio delle posizioni che evidenziano incassi maggiori o minori o che, invece, non presentano affatto recuperi rispetto a quanto previsto dal *business plan all life*/dell'esercizio in corso/del periodo oggetto di analisi è di fondamentale rilevanza per riuscire ad analizzare la dinamica di recupero dei portafogli *non-performing*. Tramite tale analisi è infatti possibile riuscire a intercettare i maggiori o minori incassi o i mancati recuperi previsti sulle specifiche posizioni in un determinato arco temporale (ad esempio in un determinato mese/trimestre/semestre) ed evidenziare se i recuperi derivano da posizioni che prevedevano incassi nel periodo analizzato o che, invece, scaturiscono da posizioni che stanno anticipando gli incassi previsti in un'altra data futura.

Tavola 3.1 – Analisi *Portfolio Monitoring*

Dettaglio monitoraggio	Variabili monitorate	*Timing* monitoraggio
Posizioni con incasso nel periodo oggetto di analisi maggiore del *business plan all life*/dell'esercizio in corso/del periodo oggetto di analisi	Numero rapporti, incassi effettivi e incassi previsti	Mensile/trimestrale/ semestrale/annuale
Posizioni con incasso nel periodo oggetto di analisi minore del *business plan all life*/dell'esercizio in corso/del periodo oggetto di analisi		
Posizioni senza incasso		

Fonte: Elaborazione autore

Con un dettagliato e continuo controllo di gestione è possibile, pertanto, gestire il rischio di credito e prevedere i possibili impatti sulla struttura economico-finanziaria di un operatore specializzato nell'acquisizione di crediti *non-performing*. Infatti, attraverso il monitoraggio sopra descritto, si riesce a prevedere l'evoluzione attesa del rischio di credito e, di conseguenza, della redditività e della patrimonializzazione dell'intermediario-investitore per effetto delle potenziali rettifiche/riprese di valore nette a conto economico: le posizioni che prevedevano incassi nel corso di un determinato periodo ma che, invece, non hanno registrato recuperi, dovranno essere riviste in sede di valutazione e rielaborazione del *business plan* con conseguente variazione delle attese di incasso (almeno in termini di tempi) così come le posizioni che evidenziano un anticipo degli incassi ipotizzati in un altro arco temporale (almeno in termini di ammontare recuperabile stimato). Inoltre, tutte le posizioni che presentano incassi maggiori/minori rispetto al recupero ipotizzato da *business plan* apporteranno benefici/perdite in termini di plusvalenze/minusvalenze da incasso con effetti positivi/negativi a conto economico.

Uno scostamento negativo/positivo degli incassi rispetto a quanto previsto dal *business plan* può essere interpretato in diversi modi:

i) ritardo/anticipo nel recupero (in questo caso le rettifiche/riprese da effettuare sulla posizione valutata scontano soltanto il fattore tempo);

ii) riduzione/incremento dell'ammontare recuperabile stimato (in questo caso le rettifiche/riprese da effettuare sulla posizione scontano il minor/maggior valore di presumibile realizzo);

iii) ritardo/anticipo nel recupero e riduzione/incremento dell'ammontare recuperabile stimato (in questo caso le rettifiche/riprese da effettuare sulla posizione scontano sia il fattore tempo sia la variazione intervenuta nel valore di presumibile realizzo).

Poiché l'IRR definito al momento dell'acquisizione del portafoglio di crediti *non-performing* rimane costante per l'intera vita dell'investimento, una rivisitazione al ribasso/rialzo delle previsioni di incasso e/o un allungamento/riduzione delle relative tempistiche di recupero nei periodi successivi all'*underwriting* produce pertanto un *net present value* inferiore/superiore rispetto al valore del credito evidenziabile prima della revisione del *business plan* di recupero con conseguenti effetti negativi/positivi in termini economico-finanziari e patrimoniali.

Il controllo di gestione svolge pertanto un ruolo cruciale nell'analisi del processo di recupero dei crediti deteriorati che si riversa, di conseguenza, sui risultati economici di qualsiasi investitore in portafogli *non-performing*. Un'informazione sempre continua sugli incassi e sugli scostamenti rispetto al *business plan* di recupero predice i potenziali impatti che si evidenzieranno in sede di valutazione di bilancio dei crediti deteriorati ed è pertanto fondamentale al fine di attuare eventuali misure correttive alle strategie inizialmente ipotizzate. Attraverso un continuo ed efficace *portfolio monitoring*, gli investitori specializzati nell'acquisizione e gestione di crediti deteriorati possono infatti esaminare i *business plan* di *underwriting* ed eventualmente porre in essere azioni gestionali in caso di scostamenti significativi. Tali interventi possono consistere nella correzione delle *assumption* utilizzate in sede di *due diligence* dei crediti deteriorati, nella ricalibrazione dei modelli di *pricing* o nel perfezionamento delle curve di recupero *benchmark*, frutto dell'esperienza storica, da applicare in sede di definizione dei *business plan*.

4. ANALISI DEGLI INTERMEDIARI-*SERVICER* ITALIANI

Come già evidenziato precedentemente, in Italia, negli ultimi anni, il mercato dei crediti *non-performing* ha registrato una notevole crescita. La ristrutturazione del sistema bancario italiano ha creato significative opportunità per l'intera industria del *servicing* e per lo sviluppo di grandi *player* specializzati. Si è assistito a un significativo incremento delle opportunità di *business*: da un numero limitato di operatori attivi si è passati gradualmente a un aumento sia degli acquirenti sia delle società specializzate nella gestione e nel recupero crediti.

L'attuale scenario competitivo è tuttavia peculiare: il mercato relativo alle attività di *special servicing*, nonostante in termini di masse gestite (AuM – *Assets under Management*) appaia altamente concentrato, è ancora piuttosto frammentato con la presenza di un numero elevato di piccole società. Pochi operatori svolgono invece attività di *master servicing* nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione; essi hanno il compito di verificare la conformità delle operazioni alla legge italiana sulle cartolarizzazioni n. 130/99 e devono essere banche o intermediari finanziari vigilati ex art. 106 TUB. Le tipiche strutture di cartolarizzazione prevedono tuttavia spesso la sottoscrizione di contratti di *sub-servicing* che consistono nel delegare le attività di recupero ad altre società quali banche, intermediari finanziari iscritti all'Albo ai sensi dell'art. 106 del TUB o società non vigilate autorizzate ai sensi dell'art. 115 del TULPS.

Come evidenziato anche da Banca d'Italia[35], il buon funzionamento dell'industria del *servicing* è di notevole importanza. Innanzitutto, una maggiore efficienza ed efficacia degli operatori si traducono in prezzi più elevati dei crediti deteriorati e, quindi, in minori impatti delle cessioni sul conto economico delle banche cedenti. In secondo luogo, lo sviluppo del comparto UTP può apportare un significativo contributo alla quota di debitori in stato di difficoltà che rientrano *in bonis*, con effetti benefici sia per il sistema bancario (minori crediti *non-performing*) sia per l'economia (maggiore crescita economica). Infine, l'efficacia dei recuperi contribuisce ad assicurare la profittabilità delle *tranches junior* delle cartolarizzazioni e, indirettamente, protegge il valore delle *tranches senior* mitigando i rischi per lo Stato nel caso in cui si fosse fatto ricorso all'utilizzo della GACS.

[35] Banca d'Italia, "*Nota illustrativa in merito all'approfondimento della Banca d'Italia sull'attività di gestione e recupero di crediti deteriorati*", 3 marzo 2020.

Sulla base di tali considerazioni, l'Autorità di Vigilanza ha avviato verifiche e approfondimenti sull'attività di gestione e recupero. La Tavola 4.1 riporta gli obiettivi dell'indagine della Banca d'Italia avviata attraverso un'interlocuzione diretta con gli intermediari vigilati ovvero attraverso confronti tecnici di natura non ispettiva, di breve durata, con finalità conoscitive volte ad ampliare le informazioni acquisite dalla Vigilanza.

Tavola 4.1 – Obiettivi dell'indagine della Banca d'Italia

<table>
<tr><th>Obiettivi</th><th>Modalità di approfondimento</th></tr>
<tr><td>Acquisire una visione complessiva degli operatori attivi nel comparto della gestione dei crediti deteriorati</td><td rowspan="6">Interlocuzione diretta con gli intermediari soggetti alla vigilanza della Banca d'Italia. Si tratta di confronti tecnici che, benché si svolgano presso l'intermediario, sono una forma di interlocuzione non ispettiva, di breve durata, con finalità prettamente conoscitive/ricognitive volte ad ampliare le informazioni acquisite dalla Vigilanza mediante gli ordinari canali di interlocuzione con i soggetti vigilati. È un approccio flessibile, adatto all'approfondimento di tematiche specifiche che coinvolgono in modo trasversale un ampio numero di soggetti vigilati. Qualora dal confronto con l'intermediario emergano ulteriori necessità di indagine, è possibile avviare appropriate iniziative di vigilanza ispettiva. Al termine dell'approfondimento in corso sarà verificata la complessiva efficacia dell'assetto attuale anche in funzione di un eventuale intervento sui profili regolamentari, segnaletici e sull'azione di vigilanza</td></tr>
<tr><td>Valutare eventuali misure in grado di estendere il quadro informativo sul fenomeno</td></tr>
<tr><td>Stimare le performance degli operatori nell'attività di recupero rispetto ai business plan iniziali</td></tr>
<tr><td>Verificare lo status del quadro regolamentare e l'efficacia delle attività di supervisione</td></tr>
<tr><td>Assicurare che gli intermediari vigilati adottino un adeguato e continuo presidio dei potenziali rischi</td></tr>
<tr><td>Garantire parità di trattamento concorrenziale fra gli operatori di mercato</td></tr>
</table>

Fonte: Approfondimento della Banca d'Italia sull'attività di gestione e recupero di crediti deteriorati – Nota illustrativa

4.1 I *debt servicer* e i *debt purchaser* in Italia

La crescita del mercato dei crediti deteriorati registrata negli ultimi anni ha prodotto una conseguente evoluzione dei modelli di *business* nel settore del *credit management*. Accanto a società che svolgono attività di puro *servicing* (*debt servicing & collection*) occupandosi prevalentemente del recupero dei crediti, operano intermediari che svolgono attività *capital intensive* consistenti nell'acquisizione di portafogli di sofferenze e UTP – direttamente o indirettamente – e nell'erogazione di nuova finanza verso debitori che presentano prospettive di ripresa (*debt purchasing* e *new lending*).

Le società che operano all'interno della nuova industria del *debt servicing & collection* e del *debt purchasing*, al fine di mantenere o incrementare le proprie quote di mercato, devono ormai essere in grado di abbinare alle competenze specialistiche relative all'attività di recupero crediti la capacità sia di partecipare a vendite di portafogli di crediti deteriorati caratterizzate da significativi volumi sia di evidenziare un approccio attivo nella gestione delle esposizioni acquisite. A tal fine è necessario che gli operatori sviluppino e/o perfezionino le proprie capacità di gestire sia le sofferenze sia gli UTP attraverso un miglioramento delle competenze nel settore *real estate*, dell'attività di *lending* e di ristrutturazione, delle competenze legali e dei servizi di supporto e consulenza.

I maggiori *player*, sfruttando la loro *leadership* in virtù di una più longeva presenza sul mercato NPL, di elevate quote di mercato in termini di AuM raggiunte e di *expertise* consolidate, possono contare su una maggiore capacità di soddisfare le nuove esigenze che il mercato richiede attraverso una più ampia gamma di servizi offerti e la possibilità di prendere parte a rilevanti investimenti al fianco dei propri clienti istituzionali in qualità di co-investitori.

Attraverso la costruzione del *dataset* che considera le operazioni di cessione di NPL realizzate in Europa tra gennaio 2015 e dicembre 2019 sul mercato sia primario sia secondario, è stato possibile individuare gli investitori maggiormente attivi ovvero gli operatori che hanno come principale linea di *business* l'investimento diretto e/o indiretto in portafogli di crediti deteriorati rispetto a quelli che, invece, operano principalmente come *servicer*.

In Italia, oltre al mercato relativo alle transazioni di portafogli NPL, anche il mercato del *servicing* si è rivelato estremamente dinamico coinvolgendo principalmente gli investitori internazionali che negli ultimi anni hanno acquisito rilevanti portafogli di crediti deteriorati.

Le strategie degli investitori sono state mosse da diversi aspetti:

i) il miglioramento della marginalità dei portafogli acquisiti: attraverso una propria piattaforma di recupero crediti è possibile ridurre i costi da sostenere rispetto al caso in cui le attività di *servicing* siano delegate a terzi operatori;

ii) il rafforzamento della capacità di investimento: la maggior parte dei *servicer*, pur evidenziando una profonda conoscenza del mercato del *credit management*, presentano limitate risorse per investire in portafogli NPL di elevato ammontare;

iii) l'incremento dei volumi da gestire: il mercato del *servicing* si è sviluppato notevolmente negli ultimi anni per effetto della significativa crescita delle masse da recuperare.

L'entrata nel capitale o l'acquisizione diretta di società di *servicing* da parte di investitori internazionali ha permesso ai *servicer* di registrare una significativa crescita del *business* trainata anche da investimenti nel campo sia tecnologico sia delle risorse umane. Lo sviluppo a cui abbiamo assistito negli ultimi anni non sarebbe stato infatti possibile senza le iniezioni di capitale da parte di grandi investitori.

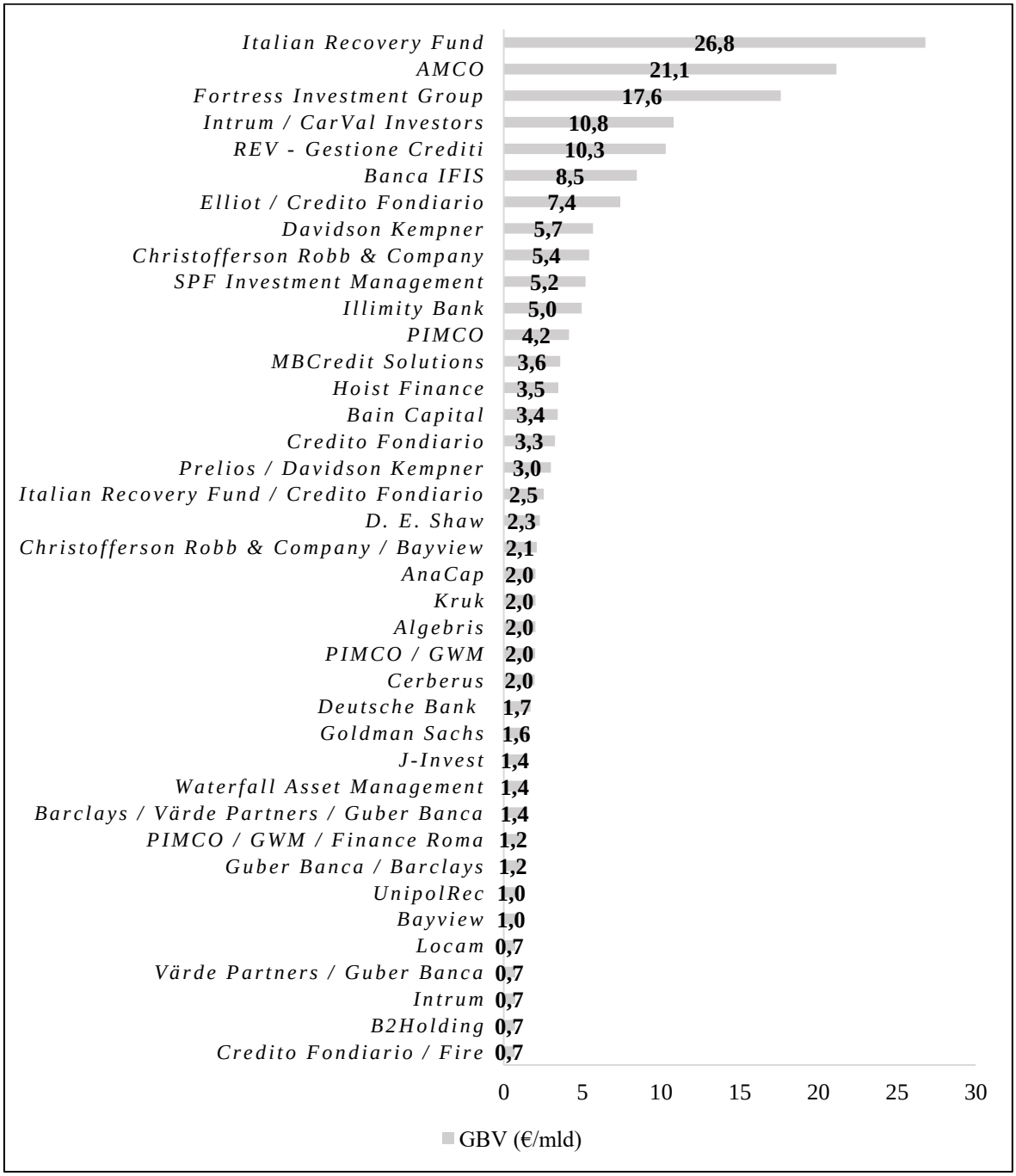
La possibilità di controllare una società specializzata nel *credit management* è senza dubbio un vantaggio nel momento in cui l'investitore debba acquisire un portafoglio NPL. Esso può sfruttare il *know-how* della società e beneficiare delle competenze acquisite dalle risorse nel corso degli anni di operatività in vari ambiti: *due diligence*, *real estate*, strutturazione di operazioni di acquisizione di crediti deteriorati, processo di recupero.

Ulteriori vantaggi possono evidenziarsi nel caso in cui i portafogli NPL vengano acquisiti da intermediari finanziari vigilati controllati da investitori internazionali. Innanzitutto, possono disporre di mezzi finanziari aggiuntivi ottenuti indebitandosi rispetto ai capitali propri forniti dall'azionista. In secondo luogo, possono sfruttare la natura di operatore regolato per meglio qualificarsi nei processi competitivi per l'acquisizione di crediti deteriorati oggetto di cessione da parte delle banche. Infine, possono erogare nuova finanza a debitori che presentano prospettive di ripresa con conseguenti benefici per l'intero tessuto economico.

Oltre a fondi internazionali, i maggiori investitori che hanno caratterizzato il mercato NPL italiano sono rappresentati da banche e intermediari finanziari ex art. 106 TUB, con la maggior parte di essi controllati da investitori esteri. Soltanto alcune società autorizzate ai sensi dell'art. 115 del TULPS si sono infatti contraddistinte anche come *debt purchaser*

seppur per limitati importi in virtù delle condizionalità a cui sono sottoposte nel caso di acquisizione di crediti. Significative transazioni sono state inoltre finalizzate attraverso l'intervento dell'*Italian Recovery Fund* e di intermediari finanziari a controllo pubblico quali REV – Gestione Crediti e AMCO.

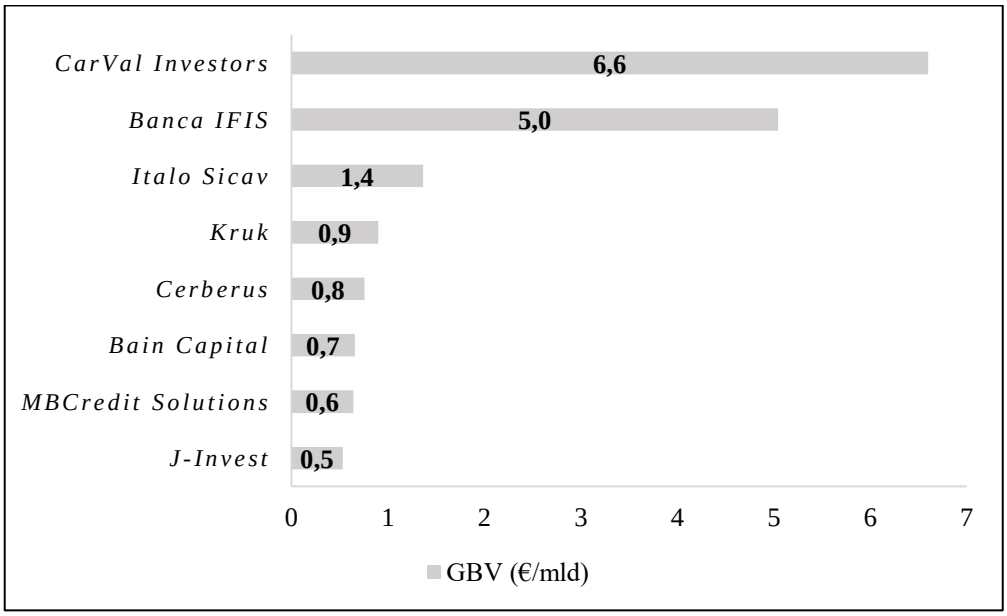
Figura 4.1 – Principali investitori sul mercato primario italiano degli NPL (2015 – 2019)

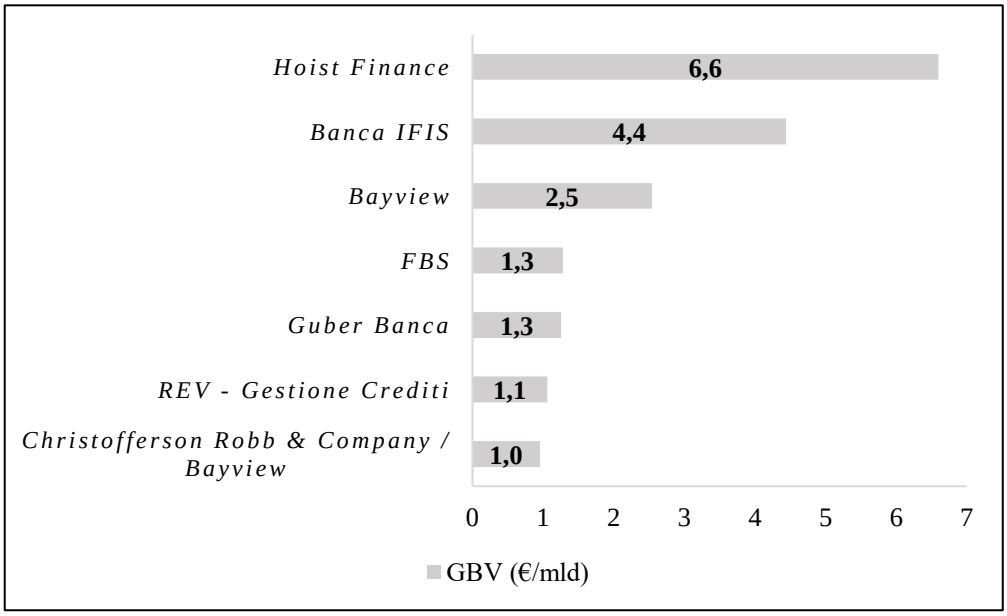


Fonte: Elaborazione autore

Come precedentemente evidenziato, anche sul mercato secondario italiano degli NPL si sono iniziate a intravedere rilevanti transazioni con la partecipazione sia di grandi investitori esteri sia di operatori che caratterizzano anche il mercato primario.

Figura 4.2 – Principali investitori *vs* principali cedenti sul mercato secondario italiano degli NPL (2015 – 2019)





Fonte: Elaborazione autore

Alcuni degli investitori (ad esempio Banca IFIS, Credito Fondiario e Guber Banca) riportati nella Figura 4.1 si sono caratterizzati anche per assumere i ruoli sia di *master servicer* delle operazioni di cartolarizzazione tramite le quali sono state perfezionate le cessioni dei portafogli di crediti deteriorati sia di *special servicer*. Altri operatori (ad esempio doValue e Cerved Credit Management), hanno invece raggiunto importanti accordi di *servicing* con una significativa crescita delle *assets under management*.

La necessità per le banche italiane di migliorare la qualità dei loro attivi attraverso il trasferimento di rilevanti masse di crediti *non-performing* non ha, quindi, prodotto soltanto uno sviluppo del mercato del *debt purchasing* ma, al tempo stesso, ha favorito una significativa crescita del comparto del *servicing* assistita anche da una dinamicità del mercato in termini di acquisizioni. In tale ambito si sono infatti registrate varie transazioni che hanno coinvolto investitori sia nazionali sia internazionali con l'obiettivo di entrare o consolidare le proprie posizioni all'interno del *business* del *debt servicing*. Da un lato, si sono registrate transazioni di piattaforme di recupero di crediti deteriorati cedute dalle banche contestualmente al trasferimento di rilevanti portafogli NPL e alla sottoscrizione di accordi di *servicing* pluriennali sui flussi futuri di crediti deteriorati che si genereranno. Dall'altro, i grandi investitori in crediti *non-performing* hanno invece rilevato società di *servicing* al fine di disporre di macchine operative deputate al recupero dei crediti deteriorati da loro acquistati.

Tavola 4.2 – Principali transazioni di piattaforme di *servicing* (2015 – 2019)

Anno	Venditore	Acquirente	Quota ceduta	Descrizione
TRANSAZIONI CON CONTROPARTI BANCARIE				
2018	Banco BPM	Credito Fondiario	70%	*Joint venture* con la creazione di una piattaforma di *servicing* e la contestuale conclusione di un accordo di *servicing* relativo alla gestione del portafoglio acquisito da Elliott, dello *stock* residuo degli NPL di Banco BPM e, nei

Anno	Venditore	Acquirente	Quota ceduta	Descrizione
				successivi 10 anni, dell'80% dei nuovi flussi di crediti in sofferenza
2018	Intesa Sanpaolo	Intrum	51%	*Joint venture* con la creazione di una piattaforma di *servicing* e la contestuale conclusione di un accordo di *servicing* relativo alla gestione del portafoglio acquisito da Intrum e delle sofferenze che la banca genererà nei successivi 10 anni
2017	Banca Carige	Credito Fondiario	100%	Acquisizione della piattaforma di *servicing* e accordo di *servicing* esclusivo sulle sofferenze di Banca Carige nei successivi 10 anni
2017	MPS	Quaestio & Cerved Credit Management	100%	Acquisizione della piattaforma di *servicing* e accordo di *servicing* decennale su almeno l'80% dei nuovi flussi di crediti in sofferenza
2017	Banca Popolare di Bari	Cerved Credit Management	100%	Acquisizione della piattaforma di *servicing* e accordo di *servicing* decennale sul 75% dei flussi futuri di sofferenze e il 55% dei flussi futuri di inadempienze probabili che saranno generati dalla banca
2015	Credito Valtellinese	Cerved Credit Management	100%	Acquisizione della società di *servicing* della banca e accordo di *servicing* pluriennale sull'85% degli attuali e dei nuovi flussi di

Anno	Venditore	Acquirente	Quota ceduta	Descrizione
				sofferenze che si genereranno in futuro
2015	Unicredit	Fortress	100%	Acquisizione di UniCredit Credit Management Bank (UCCMB)
TRANSAZIONI CON CONTROPARTI SOCIETÀ DI SERVICING				
2019	Altamira Asset Management	doValue	85%	Acquisizione dell'85% del *servicer*
2018	FBS	Banca IFIS	90%	Acquisizione del 90% del *servicer* e del suo portafoglio di proprietà
2018	Officine CST	Cerberus	57%	Acquisizione di una partecipazione del 57% del *servicer*
2018	Phoenix Asset Management	PIMCO / AnaCap	60%	Acquisizione di una partecipazione del 60% del *servicer*
2018	Agecredit	Kruk	51%	Acquisizione di una partecipazione del 60% del *servicer*
2018	Parr Credit & Europa Investimenti	Arrow	100%	Acquisizione dei *servicer*
2017	Prelios	Davidson Kempner	100%	Acquisizione iniziale di una partecipazione del 45% del *servicer* e lancio di una offerta pubblica di acquisto sulle rimanenti quote

Anno	Venditore	Acquirente	Quota ceduta	Descrizione
2017	CAF	Intrum	100%	Acquisizione del *servicer* e del suo portafoglio di proprietà
2017	Gextra	Intrum	100%	Acquisizione del *servicer*
2017	Guber	Värde Partners	33%	Acquisizione di una partecipazione del 33% del *servicer*
2017	Sistemia	KKR	-	Acquisizione di una quota di maggioranza del *servicer*
2016	Italfondiario	doValue	100%	Acquisizione del *servicer*
2016	Credito Fondiario	Elliott	N/A	Ingresso nell'azionariato della banca tramite aumento di capitale dedicato
2016	Zenith Service	Arrow	100%	Acquisizione del *servicer*

Fonte: Elaborazione autore

Analizzando il mercato italiano del *credit management*, soltanto alcuni operatori evidenziano quindi un modello di *business* integrato tra *debt purchasing* e *debt servicing*. Se da un lato, la redditività dei *debt servicer* deriva esclusivamente dalle commissioni da *servicing* e, dall'altro, la redditività dei *debt purchaser* consegue dai ricavi da investimenti, l'integrazione tra le due tipologie di *business* permette agli operatori di presentarsi sul mercato come *partner* ideali per qualsiasi banca cedente (nel caso di investimento in crediti deteriorati) o investitore internazionale (nel caso di supporto, gestione e recupero crediti per conto di terzi). Un *business model* integrato consente quindi di diversificare le fonti di reddito permettendo alle società che operano come *debt purchaser* e *debt servicer* maggiori possibilità di ampliare la loro attività e, di conseguenza, maggiori prospettive di crescita. In tale ambito occorre tuttavia considerare i rischi che si assumono nello svolgimento dell'attività di investimento e le condizioni necessarie (es. mezzi patrimoniali adeguati, altre

fonti di finanziamento stabili, ecc.) affinché le società operino in un contesto di equilibrio gestionale propedeutico alla sostenibilità del *business*.

La Tavola 4.3 riporta l'elenco dei principali operatori italiani di crediti *non-performing* distinti tra banche, intermediari finanziari ex art. 106 TUB e società di recupero ex art. 115 TULPS. Ai fini dell'analisi sia degli aspetti organizzativi e operativi sia di bilancio, sono evidenziate anche le attività svolte dai singoli operatori.

Tavola 4.3 – Principali operatori italiani sul mercato NPL

Operatore	***Tipologia***	***Debt Servicing & Collection***	***Debt Purchasing***	***Master Servicing***
Credito Fondiario	Banca	✓	✓	✓
Guber	Banca	✓	✓	✓
IFIS	Banca	✓	✓	✓
Illimity	Banca	✓	✓	
AMCO	106	✓	✓	✓
Blue Factor	106	✓	✓	
Centotrenta Servicing	106	✓		✓
MBCredit Solutions	106	✓	✓	✓
MCE Locam	106	✓	✓	
Prelios Credit Servicing	106	✓	✓	✓
REV - Gestione Crediti	106	✓	✓	
Securitisation Services	106	✓	✓	✓
UnipolRec	106	✓	✓	
Zenith Service	106	✓		✓
Advancing Trade	106/115	✓	✓	
Aquileia Capital Services	106/115	✓	✓	✓
Axactor	106/115	✓	✓	
Cerved Credit Management	106/115	✓		✓
Europa Factor	106/115	✓	✓	
J-Invest	106/115	✓	✓	
doValue	115/106	✓		✓
Aurora RE	115	✓		
AZ	115	✓		

Operatore	*Tipologia*	*Debt Servicing & Collection*	*Debt Purchasing*	*Master Servicing*
B2 Kapital	115	✓		
Bayview Italia	115	✓		
Certa Credita	115	✓	✓	
CNF	115	✓		
Cribis	115	✓		
CSS	115	✓		
Duepuntozero	115	✓		
Euro Service	115	✓	✓	
Fides	115	✓		
Finint Revalue	115	✓		
Fire	115	✓	✓	
Frontis NPL	115	✓		
Ge.Ri	115	✓	✓	
Hoist Italia	115	✓		
Intrum Italy	115	✓		
Kruk Italia	115	✓		
Link Finanziaria	115	✓	✓	
Officine CST	115	✓	✓	
Phoenix Asset Management	115	✓	✓	
Serfin 97	115	✓		
Si Collection	115	✓		
Sistemia	115	✓		
WhiteStar Asset Solutions	115	✓		

Fonte: Elaborazione autore

Come sopra riportato, poche società titolari della licenza per l'attività di recupero stragiudiziale di crediti ai sensi dell'art. 115 del TULPS svolgono, accanto all'attività tipica di gestione e recupero, anche l'attività di *debt purchasing*. Per tali *servicer*, l'acquisto di crediti *non-performing* rimane tuttavia residuale in virtù delle condizionalità a cui sono sottoposti. Di conseguenza, i ricavi derivano sostanzialmente dalla prestazione di servizi ovvero dall'attività caratteristica di un modello di *business* incentrato sul *debt servicing &*

collection. Da sottolineare, inoltre, come alcuni operatori rappresentino le "macchine operative" in Italia dei grandi investitori in portafogli NPL. Società costituite ad *hoc* che si occupano dell'individuazione delle opportunità di investimento e della gestione e del recupero dei crediti *non-performing* acquisiti dai propri azionisti. Tali operatori rivestono rilevanza per i propri proprietari – gli investitori internazionali – sotto diversi aspetti:

1. la conoscenza del mercato e la presenza, al loro interno, di risorse specializzate in crediti deteriorati rende più facile sia l'individuazione di potenziali investimenti con la formulazione di offerte competitive che derivano da dettagliate procedure di *due diligence* sia la realizzazione di cessioni sul mercato secondario attraverso la costruzione di pacchetti di crediti deteriorati con determinate caratteristiche appetibili per specifici *servicer*;
2. l'investitore, disponendo di un proprio *servicer*, non dovrà avvalersi di società terze per la gestione e il recupero dei crediti *non-performing* acquisiti. Le spese sostenute per la gestione dei portafogli NPL acquisiti torneranno quindi all'investitore in termini di redditività registrata dal proprio *servicer* (commissioni di *servicing* al netto dei complessivi costi di struttura);
3. la gestione di significativi volumi di crediti deteriorati attraverso propri *servicer* consente di monitorare più nel dettaglio gli investimenti effettuati e di elaborare serie storiche di recupero distinte per *cluster* di portafogli utili ai fini dei futuri investimenti in NPL attraverso un affinamento delle metodologie di *pricing*.

4.2 L'organizzazione e l'operatività degli intermediari-*servicer* italiani

Come sopra evidenziato, sul mercato NPL sono attive tre tipologie di operatori: le banche, gli intermediari "106" e le società di recupero "115".

Le società di recupero "115", svolgendo prevalentemente attività di *sub-servicing*, si occupano sostanzialmente del recupero di crediti deteriorati il cui *pricing* è stato definito dagli investitori e le cui *performance* impattano sui bilanci degli stessi. La principale fonte di reddito delle società di recupero "115" è quindi rappresentata dalla prestazione di servizi ovvero dalla gestione e recupero dei crediti a loro affidati dagli investitori. Non svolgendo attività *capital intensive* non sono esposte al rischio di credito tipico degli investitori NPL. Il principale rischio al quale sono esposte è rappresentato dal rischio di *servicing*: bassi livelli

di servizi offerti agli investitori potrebbero produrre una revoca dei mandati di gestione dei portafogli NPL in essere e/o rischi reputazionali consistenti nella minore capacità di stipulare nuovi accordi. Durante la vita dei portafogli in gestione, la loro operatività incide sulla redditività degli investitori. Da un lato, per effetto dei risultati conseguiti in termini di recuperi rispetto alle previsioni di *business plan* e, dall'altro, a causa delle nuove valutazioni dei crediti *non-performing* effettuate nel corso degli esercizi in conseguenza delle novità intervenute rispetto alla fase di *due diligence* e predisposizione del *business plan* di *underwriting*.

Poiché le società di recupero "115" svolgono un'attività standardizzata incentrata sul puro *servicing*, l'analisi si è focalizzata sugli intermediari vigilati – banche e "106" – ovvero sugli operatori che hanno assunto un ruolo primario per il significativo sviluppo del mercato NPL attraverso sia l'acquisizione di portafogli di crediti *non-performing* e di piattaforme di recupero sia la sottoscrizione di accordi di *servicing* pluriennali con controparti bancarie.

L'organizzazione e l'operatività dei vari intermediari-*servicer* si differenziano a seconda delle attività che gli stessi svolgono. Delineano le tipicità dei diversi modelli di *business* adottati dagli intermediari-*servicer*.

Focalizziamo innanzitutto l'attenzione sui *debt purchaser*. Come abbiamo avuto modo di constatare nei precedenti capitoli, all'interno del mercato NPL, alcuni intermediari-*servicer* assumono il ruolo di investitori diretti in rischio di credito. L'investimento, a seconda dei casi, può essere rappresentato dall'acquisto di singole esposizioni creditizie, di portafogli di crediti, ovvero di *notes* emesse da veicoli di cartolarizzazione o quote di fondi con sottostanti portafogli di crediti deteriorati. Essi possono inoltre assumere le vesti sia di unici acquirenti sia di co-investitori. L'attività tipica di un *debt purchaser*, ovvero l'attività di investimento, può strutturarsi in 5 macro-fasi principali:

1. *individuazione opportunità*: individuazione degli investimenti da perseguire;
2. *engagement*: individuazione e prima valutazione dell'appetibilità e sostenibilità delle nuove opportunità di investimento; sono quindi definite le attività da svolgere, attribuiti i ruoli e le responsabilità alle strutture organizzative dell'intermediario-*servicer* in modo da procedere alle stime dei tempi di lavorazione, dell'*effort* da erogare e dei costi da sostenere per le diverse tipologie di *due diligence* da effettuare;
3. *due diligence e valutazione del rischio*: identificazione del profilo di rischio delle opportunità di investimento perseguibili dall'intermediario-*servicer* attraverso

analisi utili a valutare/stimare i possibili flussi di cassa futuri, i costi e le spese riconducibili alle opportunità stesse nonché a valutare il merito di credito della controparte nel caso di posizioni UTP. Generalmente tali attività possono essere ricondotte ai seguenti tre filoni:

i) analisi legale, in cui si definisce l'aggredibilità e la recuperabilità degli *asset* sottostanti (*data entry* per la ricostruzione del processo di recupero legale e/o contrattuale oltre che la ricostruzione dei dati ipo-catastali; ovvero lo stato dell'eventuale procedura legale intrapresa dal creditore cedente, la presenza eventuale di altri creditori e tutti gli altri elementi legali attinenti alla posizione che possano avere riflessi significativi su entità e tempi di recupero);

ii) valutazione di eventuali garanzie accessorie (es. garanzie immobiliari);

iii) analisi numerica e modellistica;

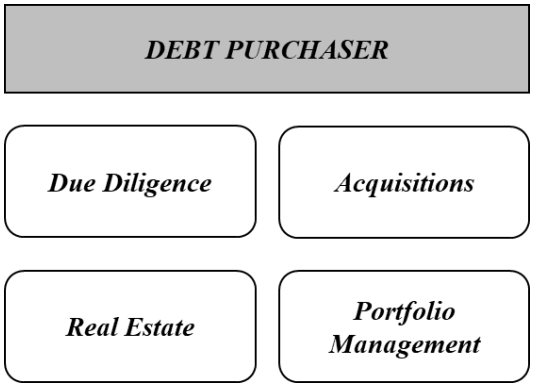
4. *definizione struttura finanziaria e pricing*: una volta definiti gli scenari di recupero del portafoglio, sono illustrate le attività svolte dalle strutture organizzative volte alla definizione della struttura finanziaria dell'operazione e alla determinazione del *pricing*. Il *pricing* del portafoglio – ovvero la determinazione del prezzo massimo a cui l'intermediario-*servicer* è disponibile a investire – tiene conto dell'obiettivo di rendimento minimo atteso dallo stesso date le caratteristiche quantitative, qualitative e di rischio del portafoglio oggetto di potenziale investimento;

5. *approvazione ed emissione offerta*: fase che descrive tutte le attività nell'ambito del processo deliberativo e nella successiva attuazione dell'operazione.

In aggiunta alle suddette fasi, con periodicità di norma semestrale, si procede all'attività di revisione dei *business plan* relativi ai singoli investimenti effettuati.

L'attività di investimento in crediti *non-performing* richiede quindi competenze specifiche e strutture organizzative dedicate le cui attività incidono sul profilo di rischio e sulla redditività dell'intermediario-*servicer*.

Figura 4.3 – Le strutture organizzative tipiche di un *debt purchaser*



Fonte: Elaborazione autore

La struttura *Due Diligence* ha la responsabilità di coordinare il processo di *due diligence* al fine di curare l'analisi legale di ricostruzione delle posizioni creditizie anche sotto il profilo contrattuale. Definisce, in base a specifiche *assumption* e agli esiti delle analisi legali e immobiliari, le previsioni di recupero per ogni singola linea di credito analizzata sottoponendo, a specifiche sessioni di *roll-up*[36], determinate posizioni creditizie.

La struttura *Real Estate* ha invece l'obiettivo di garantire la gestione di tutte le fasi del ciclo di vita degli immobili sottostanti o collegati a posizioni creditizie nelle quali l'intermediario-*servicer* ha investito. Cura l'analisi immobiliare analizzando le tipologie di richieste di valutazione immobiliare pervenute in sede di svolgimento della *due diligence* legale. Oltre alla *legal due diligence*, viene infatti svolta anche la *real estate due diligence* (da cui derivano i valori *Open Market Value* – valore di mercato dell'*asset* e *Judicial Market Value*[37] – valore di presunto realizzo) che si distingue in:

[36] Il *roll-up* rappresenta la fase in cui l'investitore verifica i risultati della *due diligence*. Viene effettuata revisionando le singole valutazioni di alcune posizioni. Il perimetro di *roll-up* include le posizioni selezionate per la loro complessità e rilevanza legale e immobiliare nonché per il recupero previsto (gli elementi da valutare in sede di *roll-up* sono: evidenze legali, tipologia, stato e *timing* procedura; consistenze, tipologia immobile, appetibilità, andamento mercato *real estate*; valutazione della strategia di recupero (giudiziale, stragiudiziale); valutazione del *timing* di recupero; valutazione dell'ammontare dei recuperi, eventuali altre garanzie o fonti di recupero non analizzate; eventuali criticità emerse dalla *due diligence* di carattere legale o immobiliare).

[37] Tale valore rappresenta il valore atteso dalla vendita forzata, scontato rispetto al valore di mercato, avendo considerato tutti gli aspetti oggettivi e soggettivi propri della procedura di esecuzione immobiliare.

1. *perizie "desktop"*: non viene effettuato alcun sopralluogo, ma l'investitore effettua una verifica indiretta, ove possibile, della documentazione fornita dalla banca cedente utilizzando, a titolo di esempio, i siti internet di mappe per l'ubicazione o i portali e i *database* immobiliari per effettuare l'analisi di mercato;
2. *perizie "drive-by"*: l'investitore valuta l'*asset* sulla base della documentazione fornita dalla banca cedente (consistenze edilizie) e su un sopralluogo solo esterno dell'immobile oltre che da un approfondimento del mercato immobiliare di riferimento;
3. *perizie "full"*: l'investitore effettua una valutazione di dettaglio dell'*asset* sulla base della documentazione fornita, del sopralluogo interno ed esterno, della verifica dei profili urbanistici (approfondimenti tecnico-amministrativi presso gli uffici comunali competenti) e dell'approfondimento sul mercato immobiliare di riferimento.

Garantisce nel tempo le valutazioni degli immobili afferenti ai portafogli di crediti ipotecari, nonché degli immobili detenuti dall'intermediario-*servicer* quale risultato della risoluzione dei contratti di *leasing*. Valuta e propone acquisti di immobili in sede di asta giudiziaria (per il tramite di Reoco) curandone la relativa realizzazione. Assicura la gestione dei beni immobili "rimpossessati" valutando e proponendo eventuali interventi per la messa in sicurezza e la messa "a norma" degli stessi, nonché coordinandone l'esecuzione da parte di terzi incaricati al fine di massimizzare il valore di potenziale realizzo.

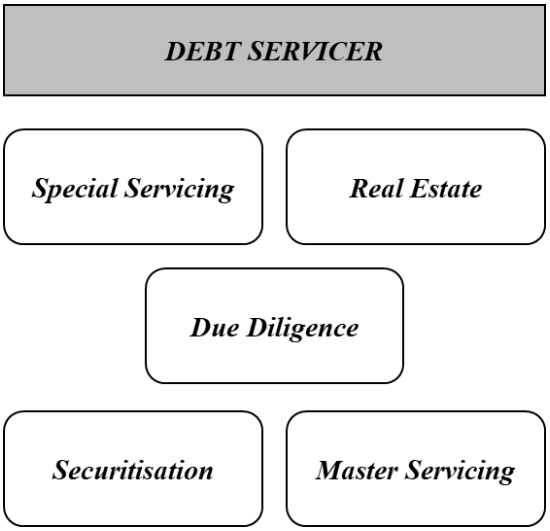
La struttura *Acquisitions* ha l'obiettivo di garantire una corretta valutazione degli investimenti proposti. Identifica, in collaborazione con altre strutture organizzative quali *Due Diligence* e *Real Estate*, il perimetro di posizioni su cui svolgere la *due diligence*. Svolge valutazioni di tipo sia qualitativo sia quantitativo circa le previsioni di recupero stimate attraverso lo svolgimento della *due diligence* provvedendo, se del caso, ad applicare *haircut* ad esito dell'analisi. Determina la redditività netta stimata del portafoglio oggetto di potenziale investimento attraverso la definizione e il successivo consolidamento dei *cash-flow unlevered* – curve di recupero – e cura la stabilizzazione dei dati e la definizione delle previsioni di spesa attraverso l'utilizzo di un approccio *bottom-up* che consiste nel valutare, per ogni singola linea di credito, le spese legali da sostenere e la stima dei tempi di chiusura del procedimento legale. Collabora allo svolgimento delle analisi di sensitività a valere sugli

scenari di investimento effettuando delle simulazioni di *stress*. Formalizza il *pricing* del portafoglio NPL sulla base degli esiti delle analisi svolte.

La struttura *Portfolio Management* assicura invece un costante e attento presidio gestionale e di monitoraggio delle operazioni di investimento concluse al fine di contribuire all'ottenimento del miglior risultato in termini di ammontare e tempi di recupero degli attivi sottostanti. Identifica dinamiche o fenomeni afferenti alla gestione dei portafogli potenzialmente critici o comunque meritevoli di attenzione. Interagisce con gli *special servicer* incaricati del recupero dei crediti al fine di indirizzarne le relative azioni di risoluzione. Garantisce l'aggiornamento dei *business plan – Business Plan Review* – coordinando le attività di revisione e proponendo eventuali azioni gestionali.

Passiamo ora ad analizzare i *debt servicer*. Negli ultimi anni, banche e investitori internazionali hanno propeso per un modello di gestione dei crediti deteriorati che ricorre strutturalmente ai *servicer* con un approccio di medio-lungo periodo, garanzia di continue opportunità di sviluppo per il comparto. Tali operatori supportano i propri clienti nell'ottimizzazione del processo di gestione dei crediti offrendo una completa gamma di servizi (dalla strutturazione all'amministrazione degli investimenti). Banche e investitori internazionali ricorrono infatti sempre più spesso ai servizi offerti dagli operatori specializzati nel *servicing* di crediti e nell'*asset real estate*.

Figura 4.4 – Le strutture organizzative tipiche di un *debt servicer*



Fonte: Elaborazione autore

All'interno dei *debt servicer*, la struttura *Special Servicing* ha la responsabilità di garantire la gestione proattiva stragiudiziale e giudiziale delle posizioni creditizie al fine di massimizzare gli incassi. Cura tutti gli aspetti del recupero, dalla fase iniziale di inadempimento sino alla rinegoziazione o rimodulazione del credito, compresa anche la fase dell'azione giudiziale e della trattativa stragiudiziale nell'ottica della massimizzazione dei risultati. Definisce le eventuali azioni legali da intraprendere/proseguire nei confronti dei debitori nel proprio ambito di competenza. Valuta le proposte di accordi transattivi, adesione a piani di risanamento e ristrutturazione, nonché a concordati preventivi in continuità aziendale o fallimentari, ai sensi e nel rispetto della legge fallimentare, relativamente ai crediti in gestione. Partecipa alla *Business Plan Review* proponendo le nuove valutazioni effettuate sulle posizioni creditizie in gestione per le quali siano intervenute novità relativamente all'ammontare e ai tempi di recupero precedentemente previsti.

La struttura *Real Estate* ha invece, nell'ambito del *servicing*, la responsabilità di garantire la gestione di tutte le fasi del ciclo di vita degli immobili sottostanti o collegati a posizioni creditizie in gestione. Offre attività di consulenza per l'individuazione di opportunità di investimento da realizzarsi tramite Reoco e servizi di *asset management* quali: i) *REO commercialization*: attività di valorizzazione e vendita di beni immobili di proprietà dei clienti originariamente posti a garanzie dei crediti; ii) *real estate development*: realizzazione di progetti di sviluppo immobiliare relativi a beni di proprietà dei clienti; iii) *property management*: presidio, gestione e manutenzione del patrimonio immobiliare dei clienti con l'obiettivo di massimizzarne la redditività attraverso la vendita o la locazione.

La struttura *Due Diligence* coordina le attività di *due diligence* e *underwriting*, sia su portafogli sia su singole posizioni creditizie *non-performing*, per conto di clienti investitori che abbiano affidato all'intermediario-*servicer* un incarico di *due diligence*. Offre servizi di raccolta e organizzazione dati, di *data remediation* e di consulenza relativamente all'analisi e alla valutazione dei crediti al fine di predisporre i *business plan* di recupero.

Nell'ambito della cartolarizzazione, gli intermediari-*servicer* che operano quali *debt servicer* presentano anche altre due tipiche strutture organizzative: *Securitisation* e *Master Servicing*.

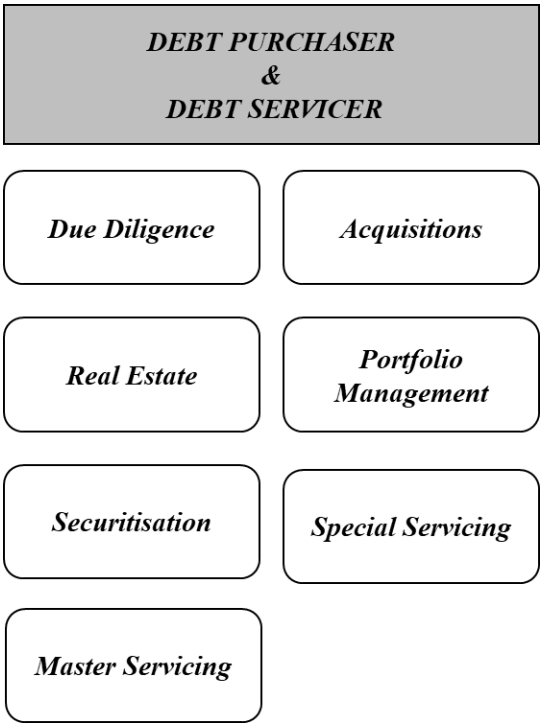
La struttura *Securitisation* è responsabile della strutturazione di operazioni di cartolarizzazione regolate dalla legge n. 130/99. Gestisce le cartolarizzazioni in cui l'intermediario-*servicer* è *master servicer* o svolge altri ruoli nell'ambito delle cartolarizzazioni stesse (*corporate servicer*, *calculation agent*, *paying agent*, RON –

representative of noteholders, ecc.). Svolge i controlli *ex lege* 130/99 ed elabora i *report* previsti dalla stessa legge o da specifici contratti (*servicing report* e *payment report*).

La struttura *Master Servicing* svolge invece i servizi amministrativi, contabili e di *cash management* a supporto dei veicoli di cartolarizzazione. Monitora inoltre l'operato degli *special servicer sub*-delegati dedicati alle attività di recupero dei crediti.

Nel corso degli ultimi anni, l'integrazione tra i due modelli di *business* "*debt purchasing*" e "*debt servicing*" ha consentito la creazione e lo sviluppo di *full credit management companies* ovvero di intermediari-*servicer* punti di riferimento nel panorama NPL. *Player* di mercato che hanno giocato un ruolo primario nello smaltimento dei crediti deteriorati da parte del sistema bancario italiano. Oltre a investire direttamente nei portafogli *non-performing* trasferiti sul mercato primario, hanno concluso, relativamente a diverse e significative operazioni, contratti consulenziali, di strutturazione delle operazioni di cartolarizzazione e di assunzione di mandati di *servicing*. La crescita di tali intermediari-*servicer* non è stata tuttavia lineare. Alcuni di essi, al fine di essere riconosciuti sul mercato quali *partner* ideali per la gestione di significative masse di crediti deteriorati, hanno effettuato ingenti investimenti in un arco temporale limitato con l'obiettivo di strutturarsi in tempi brevi e offrire a *originator* e investitori i servizi di cui necessitavano. Le strategie originariamente definite sono mutate. Il perseguimento di molteplici occasioni di *business* ha aperto a nuovi scenari.

Figura 4.5 – Le strutture organizzative tipiche di un *debt purchaser & debt servicer*



Fonte: Elaborazione autore

Proprio su tali intermediari-*servicer* occorre focalizzare l'azione di supervisione da parte della Vigilanza. In particolare, è necessario verificare:

i) se sia presente una chiara visione strategica con obiettivi ben definiti in termini di percorribilità. Occorre indagare se le operazioni finalizzate siano caratterizzate da profili di rischio divergenti rispetto alle linee guida strategiche originariamente definite. Ciò può influire sulla sostenibilità del modello di *business* intrapreso;

ii) se le attività svolte siano allineate ai modelli operativi "obiettivo" caratteristici di un *debt purchaser* & *debt servicer*;

iii) se vi sia coordinamento tra la *governance*, l'assetto organizzativo, il funzionamento dei processi e il sistema dei controlli interni;

iv) se esista una consolidata capacità di controllo manageriale e operativo sugli impatti economici, organizzativi e gestionali delle strategie intraprese.

Al fine di mantenere una crescita sostenibile che generi reddito e non venga condizionata da errate scelte strategiche, è necessario che ogni intermediario-*servicer* valuti le proprie potenzialità operative. Un *self-assessment* che guidi il corretto dimensionamento delle

attività da intraprendere così da rendere coerente la dimensione dell'intermediario-*servicer* alla gestione di operazioni contraddistinte da diversi livelli di rischiosità e complessità. In tale ambito si innesta il sistema dei controlli interni. Attività di controllo incisive consentono di far emergere sia i diversi fattori di rischio che potrebbero derivare dall'attuazione di determinate operazioni sia le debolezze esistenti nei vari processi operativi dell'intermediario-*servicer*. Prendiamo a riferimento, ad esempio, l'attività di investimento in portafogli NPL. Poiché il *pricing* si basa su ipotesi di recupero delle esposizioni creditizie *non-performing* in termini di ammontare e di tempo, tali *assumption* devono essere ben definite, validate dalle funzioni aziendali di controllo e approvate dall'organo con funzione di supervisione strategica. Ciò con l'obiettivo sia di evidenziare nel dettaglio i potenziali rischi che potrebbero derivare da un determinato investimento sia di implementare uno strutturato processo di monitoraggio. In tale ambito, come sottolineato da *Tutino* e *Tutino* (2020), potrebbero servire a poco specifici *buffer* aggiuntivi di capitale che guardino a rischi di credito che potrebbero rivelarsi nel tempo più elevati e incisivi. Assume maggior valore: i) un efficace controllo di gestione riguardante le *performance* del processo di recupero evidenziando gli eventuali scostamenti rispetto al *business plan* – confronto tra incassi previsti ed effettivi – ed indagando le future prospettive di recupero e gli eventuali anticipi/ritardi degli incassi sulle singole posizioni creditizie; ii) verificare che le valutazioni dei crediti deteriorati siano effettuate attraverso la corretta applicazione delle *policy* di valutazione previste. Occorrono pertanto strutture organizzative con ruoli ben definiti caratterizzate da competenze specifiche. Un monitoraggio dei *business plan* dei portafogli NPL acquisiti basato soltanto sul confronto tra incassi effettivi e previsti potrebbe sottostimare il rischio di credito prospettico. Risultati soddisfacenti in termini di recuperi nel breve periodo potrebbero tuttavia nascondere difficoltà nel mantenere *performance* in linea con i relativi *business plan* nel lungo periodo. *Business plan* redatti sulla base di ipotesi di recupero giudiziali con incassi differiti nel tempo potrebbero infatti evidenziare, nella fase iniziale della vita dell'investimento, migliori *performance* per effetto della capacità dell'intermediario-*servicer* di ricorrere a soluzioni stragiudiziali di recupero. Al contrario, nel lungo periodo, posizioni per le quali l'unica forma di recupero è di natura giudiziale potrebbero registrare un deterioramento rispetto alle previsioni di recupero definite in sede di *underwriting* per effetto di un cambiamento dei fattori che incidono sul *pricing* (es. valore della perizia, prezzo base d'asta, ecc.).

Per essere competitivo sul mercato ed evidenziare un modello di *business* sostenibile nel tempo, è indispensabile che l'intermediario-*servicer* presenti un'adeguatezza degli assetti di governo e di controllo e dei processi aziendali. Senza un corretto coordinamento tra strutture di *business*, operative e di controllo è difficile acquisire portafogli NPL o offrire servizi a banche e investitori con l'obiettivo di generare reddito sia nel breve sia nel lungo periodo. In tale contesto deve inserirsi l'operato dell'Autorità di Vigilanza: la mancanza all'interno degli intermediari-*servicer* dei punti cardine sopra riportati può produrre effettivi negativi per tutto il mercato NPL con conseguenze sia sul mercato primario sia su quello secondario. Sul mercato primario relativamente alle attività sia di investimento sia di gestione dei crediti *non-performing*. Nel primo caso potrebbero evidenziarsi modifiche correttive al ribasso dei prezzi di cessione oggi evidenziabili sul mercato in virtù di una maggiore accuratezza nelle procedure di *due diligence* e di un maggior apprezzamento dei diversi profili di rischio che influenzano la definizione del *pricing*. Modifiche correttive che potrebbero riguardare le *assumption* utilizzate nelle *policy* di valutazione dei crediti deteriorati, la ricalibrazione dei modelli di *pricing* o l'implementazione di curve di recupero *benchmark*, frutto dell'esperienza storica, da applicare in sede di definizione dei *business plan*. Per quanto riguarda invece la gestione dei crediti deteriorati derivante da *partnership* strategiche, un rallentamento dei recuperi rispetto a quanto ipotizzato nei *business plan* produrrebbe il mancato rispetto delle strategie di riduzione dei crediti deteriorati implementate dalle banche con il conseguente e necessario ricorso alle cessioni al fine di rispettare i *target* prefissati. Sul mercato secondario si potrebbe invece registrare un incremento dei volumi scambiati con transazioni caratterizzate da prezzi minori rispetto a quanto evidenziato dalle operazioni originarie da cui derivano in virtù del deterioramento delle posizioni creditizie in termini di importi e tempi di recupero attesi. Ciò avrebbe, di riflesso, impatti sul mercato primario in termini di *pricing*. Gli *input* che incidono sul prezzo di un portafoglio NPL – ad esempio i valori delle garanzie, i tempi delle procedure di recupero, ecc. – verrebbero rivisti così da considerare il nuovo contesto di mercato.

Due diligence caratterizzate da numerose debolezze, errate definizioni di *pricing*, processi di monitoraggio degli investimenti carenti, attività di recupero non strutturate potrebbero, in un momento di forte espansione degli intermediari-*servicer* come quello attuale, non essere riscontrabili soltanto attraverso la verifica delle *performance* dell'attività di recupero rispetto ai *business plan* di *underwriting* o attraverso un semplice controllo degli indicatori tipici di adeguatezza patrimoniale, qualità degli attivi e redditività. Sono necessarie specifiche

verifiche che partano dall'analisi del *business model* adottato dall'intermediario-*servicer* e indaghino i processi organizzativi e operativi in essere così da evidenziare eventuali *gap* da colmare rispetto ai "modelli tipo" di *business*. Attraverso approfondite analisi di bilancio è inoltre possibile derivare il modello di *business* adottato e il profilo di rischio-rendimento assunto dal singolo intermediario-*servicer*.

4.3 I bilanci degli intermediari-*servicer* italiani

4.3.1 Il bilancio di un intermediario-*servicer*: introduzione all'analisi

Analizzare il bilancio di un intermediario-*servicer* è comprenderne il modello di *business* adottato, l'operatività e le strategie attuate, effettuare valutazioni sugli andamenti nel tempo, confrontare i risultati ottenuti tra i vari operatori del mercato NPL ed evidenziare l'evoluzione e l'integrazione strategico-operativa dei singoli intermediari-*servicer*.

Gli intermediari-*servicer* effettuano investimenti in crediti deteriorati sia in via diretta sia attraverso la sottoscrizione o di titoli ABS derivanti dalla strutturazione di operazioni di cartolarizzazione o di quote di fondi di investimento di tipo chiuso. Il loro attivo è caratterizzato anche da crediti commerciali verso SPV, banche o investitori per i quali l'intermediario-*servicer* svolge attività di *servicing*.

L'IFRS 9, relativamente all'area *Classification & Measurement*, prevede che la classificazione delle attività finanziarie sia determinata da due fattori:

1. il *business model* adottato per la gestione di tali attività[38];
2. le caratteristiche dei relativi flussi di cassa contrattuali (*SPPI test – solely payment of principal and interest*).

Sulla base di tali fattori, le attività finanziarie possono essere classificate in tre categorie:

– Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato;

[38] Il paragrafo B4.1.2A dell'IFRS 9 definisce il *business model* come: "*il modo in cui l'entità gestisce le proprie attività finanziarie al fine di generare flussi finanziari. In altri termini, il modello di business dell'entità determina se i flussi finanziari deriveranno dalla raccolta dei flussi finanziari contrattuali, dalla vendita delle attività finanziarie o da entrambi. Di conseguenza la valutazione non avviene sulla base di scenari che, in base a previsioni ragionevoli dell'entità, non sono destinati a verificarsi, come i cosiddetti scenari «worst case» o «stress case»*."

- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva;
- Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico.

Il nuovo principio contabile IFRS 9 ha inoltre introdotto la categoria dei crediti POCI – *Purchased or Originated Credit Impaired* – ovvero quelle esposizioni che risultano deteriorate alla data di acquisto o a quella in cui sono state originate. Sono quindi comprese nei POCI le esposizioni creditizie *non-performing* acquisite nell'ambito di operazioni di cessione (*single-name* o di portafoglio). Per le esposizioni POCI, l'IFRS 9 prevede che:

- la stima dell'*expected credit loss* sia calcolata sempre in funzione della perdita attesa lungo l'intera vita dell'attività finanziaria. Pertanto, sin dalla data di rilevazione iniziale e per tutta la vita dello strumento finanziario, devono essere contabilizzate rettifiche di valore pari all'*expected credit loss lifetime* (*ECL lifetime*). In sede di bilancio annuale e di relazioni infrannuali (semestrale, trimestrali) deve, quindi, essere adeguato l'ammontare dell'*ECL lifetime*, rilevando a conto economico l'importo dell'eventuale variazione delle perdite attese lungo tutta la vita del credito come utile o perdita per ripresa/riduzione di valore;
- gli interessi contabilmente rilevati siano determinati mediante l'applicazione di un tasso di interesse effettivo corretto per il credito (c.d. "*credit-adjusted effective interest rate*") ovvero del tasso che, al momento della rilevazione iniziale, attualizza tutti i futuri incassi stimati al costo ammortizzato dell'attività tenendo conto, nella stima, anche delle perdite su credito attese lungo l'intera vita dell'attività finanziaria.

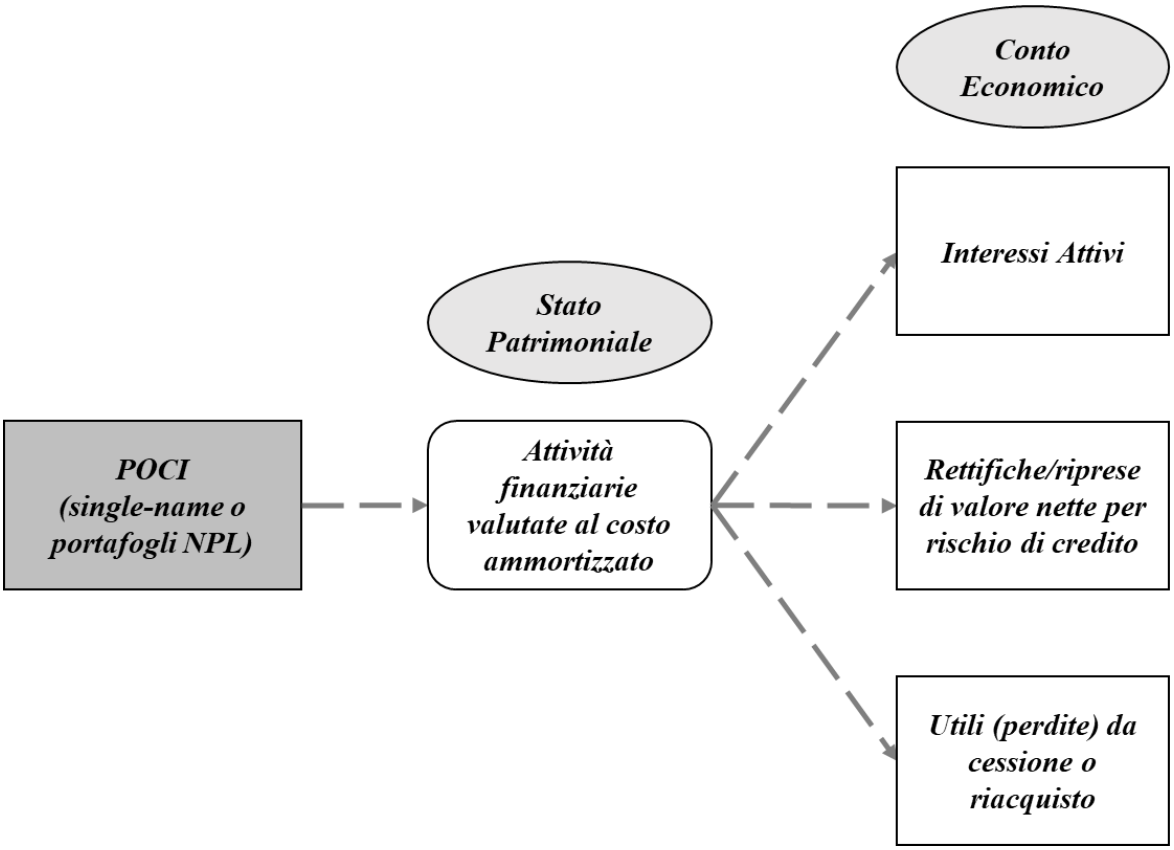
A seconda del *business model* con il quale l'attività è gestita, i POCI vengono classificati o all'interno della categoria "Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva" o come "Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato".

Nel caso di acquisizione diretta di crediti *non-performing*, gli intermediari-*servicer* investono pertanto in *asset* POCI rientranti direttamente ad *inception* in *stage* 3. Normalmente gli intermediari-*servicer* si attendono di mantenere l'investimento per incassare i flussi di cassa contrattuali. Eventuali vendite deriverebbero da politiche di gestione del rischio di liquidità e di credito. Le vendite occasionali motivate dalla massimizzazione del rendimento attraverso la cessione per opportunità di mercato o da un fabbisogno di finanziamento imprevisto non sono infatti in contrasto con l'obiettivo di

detenere le attività finanziarie al fine di incassarne i relativi flussi di cassa contrattuali[39] (*business model Hold to Collect*). I POCI sono quindi acquisiti al fine di incassare i flussi di cassa derivanti dal recupero dei crediti e, di conseguenza, rientrano all'interno della categoria "Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato". Il tasso di interesse effettivo corretto per il credito utilizzato ai fini della valutazione al costo ammortizzato è rappresentato dal tasso di rendimento atteso per l'investimento (*internal rate of return* – IRR). L'IRR è quel tasso che uguaglia il valore attuale dei flussi netti di cassa attesi (incassi da recupero crediti meno spese per recupero crediti) a livello di portafoglio – deducibili dal *business plan* dell'operazione – al valore di iscrizione dei crediti. Tale tasso rimane invariato per tutta la durata dell'operazione. In sede di bilancio annuale e di relazioni infrannuali (semestrale, trimestrali), gli interessi attivi maturati in base all'IRR vengono rilevati nella voce "Interessi Attivi". Gli interessi attivi vengono calcolati sul costo ammortizzato e, pertanto, sul valore dell'attività finanziaria al netto delle rettifiche di valore. Attraverso la *Business Plan Review* vengono inoltre ristimati i flussi di cassa attesi per singola posizione creditizia. Maggiori o minori incassi realizzati o attesi rispetto alle previsioni e/o variazioni dei tempi di recupero provocano una variazione del costo ammortizzato. Tale variazione viene rilevata nella voce di conto economico "Rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito". Nel caso di successiva cessione a terzi – in tutto o in parte, e in un'unica soluzione o in più tempi – dei POCI in cui l'intermediario-*servicer* ha investito, possono emergere plusvalenze o minusvalenze da rilevare nella voce di conto economico "Utili/perdite da cessione o riacquisto".

[39] Il paragrafo B4.1.3 dell'IFRS 9 stabilisce che: "*sebbene l'obiettivo del modello di business dell'entità possa essere il possesso di attività finanziarie finalizzato alla raccolta dei flussi finanziari contrattuali, l'entità non è tenuta a detenere la totalità di tali strumenti fino alla scadenza. Pertanto, il modello di business dell'entità può essere il possesso di attività finanziarie finalizzato alla raccolta dei flussi finanziari contrattuali anche in caso di vendite o previste future vendite di attività finanziarie*".

Figura 4.6 – Trattamento contabile dei POCI all'interno degli intermediari-*servicer*



Fonte: Elaborazione autore

Passiamo ora ad analizzare le modalità indirette di acquisizione di crediti *non-performing* derivanti dalla sottoscrizione:

- di titoli ABS emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione;
- di quote di fondi di investimento di tipo chiuso.

Gli intermediari-*servicer* possono sottoscrivere titoli ABS *senior*, *mezzanine* e *junior* legati a operazioni di acquisto di portafogli di crediti *non-performing* per mezzo di cartolarizzazioni. Ad *inception* vengono stimati i flussi di cassa attesi sull'operazione – incassi e costi – in base ai quali viene definito il prezzo al fine di ottenere il rimborso in linea capitale dei titoli e il rendimento stabilito in sede di investimento come accettabile dall'intermediario-*servicer*. Come nel caso dell'acquisto di POCI, normalmente gli intermediari-*servicer* si attendono di mantenere l'investimento per incassare i flussi di cassa contrattuali (*business model Hold to Collect*). Attraverso la conduzione dell'*SPPI test* si provvede poi a individuare la categoria all'interno della quale classificare i titoli ABS

sottoscritti. L'eventuale esito negativo dell'*SPPI test* non comporta tuttavia cambiamenti al *business model* assegnato allo strumento finanziario che, pertanto, rimarrà tale anche a seguito del fallimento del *test*. L'esito dell'*SPPI test* è infatti elemento necessario per comprendere la possibile classificazione e rilevazione dell'attività finanziaria nel bilancio di un intermediario-*servicer*. L'IFRS 9 richiede analisi particolari (c.d. "*look through test*") per gli strumenti multipli legati contrattualmente ("*contrattually linked instruments*" – CLI) che creano concentrazioni di rischio di credito (*tranches*). L'IFRS 9 norma in una specifica sezione le valutazioni da svolgere ai fini del superamento dell'*SPPI test* per i CLI, dal paragrafo B4.1.21 al paragrafo B4.1.28. È necessario innanzitutto procedere ad analizzare le caratteristiche della *tranche* sottoscritta in quanto quest'ultima supererà l'*SPPI test* soltanto se saranno soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

1. senza procedere ad effettuare un'analisi degli strumenti finanziari sottostanti la *tranche*, quest'ultima deve prevedere flussi di cassa contrattuali che sono comunque composti unicamente da pagamenti di capitale e interessi. Tale condizione è nella generalità dei casi rispettata in caso di cartolarizzazioni di crediti tradizionali;
2. gli strumenti finanziari sottostanti la *tranche* in analisi devono contenere uno o più strumenti finanziari i cui flussi di cassa contrattuali sono composti unicamente da pagamenti di capitale e interessi. Tra gli strumenti finanziari sottostanti la *tranche* in analisi ci possono anche essere altri strumenti finanziari, ad esempio derivati, ma questi devono avere unicamente la funzione di:
    a. ridurre la variabilità dei flussi di cassa degli strumenti finanziari sottostanti la *tranche*;
    b. allineare i tassi fissi o variabili della *tranche* con quelli degli strumenti finanziari sottostanti;
    c. ridurre il rischio di cambio;
    d. ridurre la differenza di *timing* tra i flussi di cassa delle varie *tranche* e i flussi di cassa degli strumenti finanziari sottostanti la *tranche*.

    Tali condizioni sono generalmente rispettate in caso di cartolarizzazioni di crediti tradizionali in cui gli strumenti finanziari derivati detenuti dallo SPV hanno il solo obiettivo di allineare il tasso maturato dei crediti cartolarizzati con quello degli strumenti finanziari emessi o eventualmente di ridurre la variabilità dei flussi di cassa generati dai crediti cartolarizzati. Diversamente, le *tranches* di cartolarizzazione di

panieri di titoli che includono unicamente strumenti finanziari derivati, non rispettando tale condizione, non rispettano l'*SPPI test*;

3. l'esposizione al rischio di credito del gruppo sottostante di strumenti finanziari inerenti alla *tranche* è pari o inferiore all'esposizione al rischio di credito del gruppo sottostante di strumenti finanziari (per esempio il *rating* di credito della *tranche* oggetto di classificazione è pari o superiore al *rating* di credito che si applicherebbe ad un'unica *tranche* che ha finanziato il gruppo sottostante di strumenti finanziari). Tale condizione è normalmente presente nelle *tranche senior* delle cartolarizzazioni tradizionali mentre richiede analisi di dettaglio per quanto riguarda le *tranche mezzanine*.

Al fine di verificare le ultime due condizioni è necessario effettuare un'analisi approfondita della *tranche* implementando una *look through analysis* così da comprendere se gli strumenti finanziari detenuti rispettino le caratteristiche indicate. Qualora non fosse possibile effettuare tale analisi di dettaglio della composizione degli strumenti finanziari inclusi nel paniere della *tranche* si ritiene l'*SPPI test* non superato.

Attraverso la *look through analysis* l'intermediario-*servicer* riesce quindi ad individuare se lo strumento finanziario sia idoneo o meno al superamento dell'*SPPI test*. Innanzitutto, deve arrivare a identificare gli *asset* sottostanti che generano i flussi contrattuali pagati dalla *tranche*. Una volta riuscito a identificare gli *asset* sottostanti, l'intermediario-*servicer* deve analizzare i termini contrattuali della *tranche* al fine di verificare se gli stessi soddisfino i requisiti necessari a superare l'*SPPI test* ovvero se i flussi finanziari contrattuali siano esclusivamente riconducibili a pagamenti di capitale e interessi maturati sull'importo del capitale da restituire. Occorre inoltre che nel *pool* di strumenti sottostanti ce ne sia almeno uno che soddisfi i requisiti necessari a superare l'*SPPI test*. L'intermediario-*servicer* deve poi verificare se altri strumenti – tipicamente derivati – inclusi nel *pool* di strumenti sottostanti riducano la volatilità dei flussi di cassa contrattuali o contribuiscano ad allineare i flussi di cassa del *pool* di strumenti sottostanti a quelli della *tranche*. Infine, deve verificare se l'esposizione al rischio di credito della *tranche* sia uguale o inferiore a quella del *pool* di strumenti sottostanti. Nel caso in cui sia possibile identificare nel titolo ABS sottoscritto tutte queste caratteristiche, l'*SPPI test* si ritiene superato.

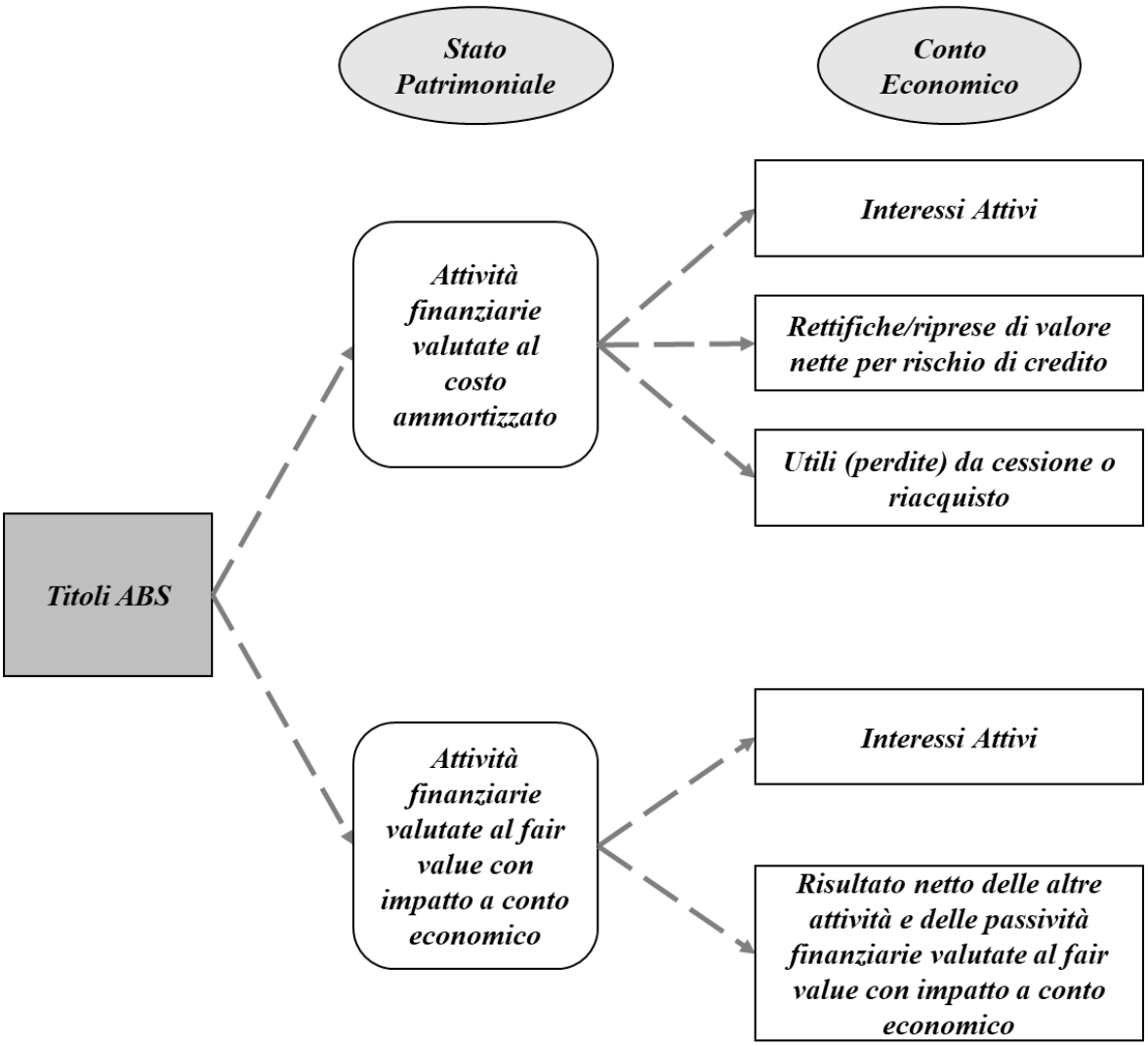
Assumendo un *business model Hold to Collect*, all'interno dei bilanci degli intermediari-*servicer* è possibile quindi identificare:

- i titoli ABS *senior* nella categoria "Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato". Le caratteristiche contrattuali di tali *notes* consentono infatti il superamento dell'*SPPI test*;
- i titoli ABS *junior* nella categoria "Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico". L'*SPPI test* risulta infatti non superato in quanto l'esposizione al rischio di credito del gruppo sottostante di *asset* inerenti alla *tranche junior* è superiore all'esposizione al rischio di credito del gruppo sottostante di *asset* dell'intera cartolarizzazione;
- i titoli ABS *mezzanine* nella categoria "Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico" o nella categoria "Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato". Ciò dipende se nella stima degli impatti si sia presunto che tali *notes* abbiano o meno una rischiosità maggiore rispetto a quella del portafoglio sottostante. L'assunzione deve essere supportata mediante analisi del *business plan* dell'operazione.

In sede di bilancio annuale e di relazioni infrannuali (semestrale, trimestrali), gli interessi attivi maturati in base all'IRR dell'investimento per quanto riguarda i titoli ABS, vengono rilevati nella voce "Interessi Attivi". Nel caso dei titoli *junior* e, nella maggior parte dei casi anche dei titoli *mezzanine*, gli utili e le perdite da cessione così come le plusvalenze e le minusvalenze conseguenti alle variazioni del *fair value*, sono riportati nella voce di conto economico "Risultato netto delle altre attività e delle passività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico". Tale voce comprende sia l'effetto delle *reprojection* dei *business plan* dei portafogli NPL sottostanti i titoli ABS acquistati sia l'effetto dovuto alla componente relativa al tasso di mercato, ad esempio l'Euribor. Il tasso di interesse riconosciuto dai titoli ABS sottoscritti viene infatti determinato aggiungendo un extra-rendimento, uno *spread*, a un determinato tasso di mercato. I titoli ABS valutati al *fair value* con impatto a conto economico non sono soggetti a *impairment* in quanto il *fair value* recepisce già l'eventuale riduzione di valore come conseguenza della revisione al ribasso dei *business plan* di recupero dei crediti sottostanti la cartolarizzazione e/o dell'aumento della curva dei tassi *discount* rispetto alla valutazione precedente. La *Business Plan Review* influenza quindi i risultati delle *junior notes* ovvero della *tranche* più rischiosa in quanto assorbe le prime perdite derivanti da eventuali mancati recuperi dei crediti deteriorati cartolarizzati. Nel caso dei titoli *senior*, invece, classificati nei bilanci degli intermediari-*servicer* in *stage* 1, le rettifiche di valore collettive vengono rilevate nella voce di conto

economico “Rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito” mentre le plusvalenze o le minusvalenze derivanti dalla cessione a terzi delle *notes* in cui l’intermediario-*servicer* ha investito vengono rilevate nella voce di conto economico “Utili/perdite da cessione o riacquisto”. Ogni intermediario-*servicer* definisce degli specifici *trigger* al fine di indentificare, in sede di bilancio annuale e di relazioni infrannuali (semestrale, trimestrali), se il rischio di credito relativo alle *senior notes* sia significativamente aumentato rispetto all’*origination*, determinando così una riclassifica delle stesse dallo *stage* 1 allo *stage* 2 o 3. I titoli ABS *senior* valutati al costo ammortizzato sono trasferiti nello *stage* 3 quando il *business plan* del portafoglio sottostante i titoli è rivisto al ribasso determinando l’azzeramento del valore dei titoli *junior* e *mezzanine* valutati al *fair value* appartenenti alla stessa operazione di cartolarizzazione.

Figura 4.7 – Trattamento contabile dei titoli ABS all'interno degli intermediari-*servicer*

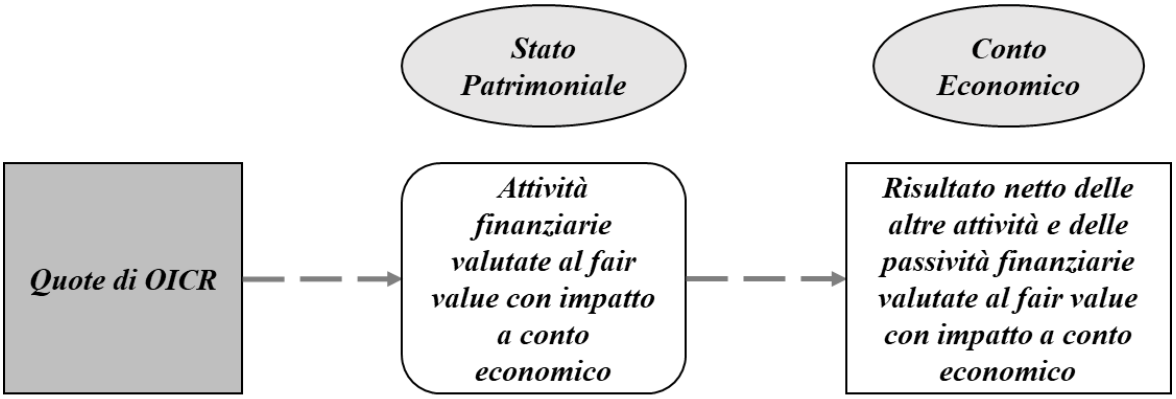


Fonte: Elaborazione autore

Passiamo ora ad analizzare il caso della sottoscrizione di quote di fondi di investimento di tipo chiuso istituiti per la sottoscrizione e/o acquisto di titoli emessi da SPV costituiti al fine di finanziare l'acquisizione di crediti deteriorati. Le quote di OICR trovano evidenza, secondo quanto previsto dall'IFRS 9, nella categoria "Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico". Per gli OICR, il *fair value* corrisponde al *Net Asset Value* (NAV) fornito dal *Fund Administator* ovvero dalla Società di Gestione del Risparmio corroborato comunque da analisi interne condotte dall'intermediario-*servicer*. La rivalutazione o svalutazione della partecipazione in un fondo sulla base del valore quota

comunicato dalla SGR così come le plusvalenze o minusvalenze derivanti dalla cessione delle quote vengono di conseguenza rilevate nella voce di conto economico "Risultato netto delle altre attività e delle passività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico".

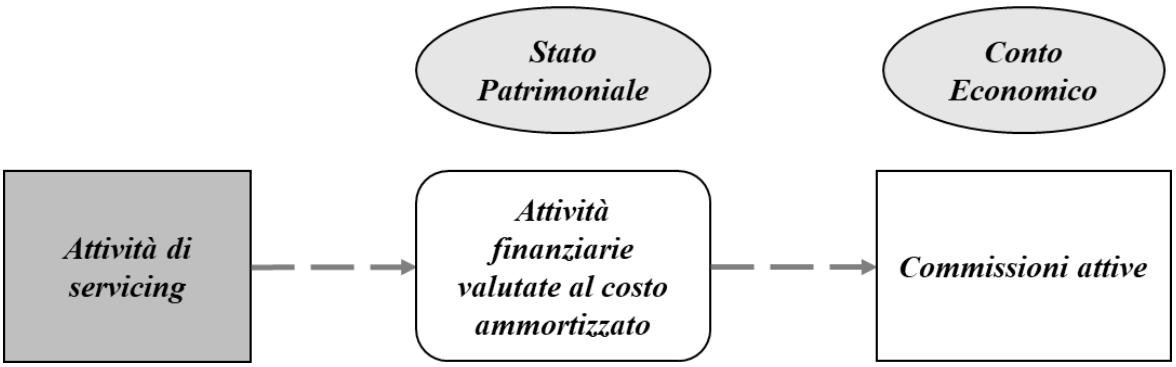
Figura 4.8 – Trattamento contabile delle quote di OICR all'interno degli intermediari-*servicer*



Fonte: Elaborazione autore

Per quanto riguarda i crediti di funzionamento connessi con la prestazione di attività e di servizi finanziari dal Testo Unico Bancario e dal Testo Unico della Finanza – ad esempio l'attività di *servicing* – essi sono rilevati, all'interno dei bilanci degli intermediari-*servicer*, tra le "Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato". Nello specifico, vengono classificate nella presente voce le fatture emesse o da emettere maturate a fronte dell'attività di *master servicing*, *special servicing* e altri ruoli di *servicing* svolti per conto di società veicolo *ex lege* 130/99, banche e investitori. Considerando invece il lato reddituale, tali attività consentono agli intermediari-*servicer* di realizzare commissioni attive.

Figura 4.9 – Trattamento contabile relativo all'attività di *servicing* (crediti e commissioni) all'interno degli intermediari-*servicer*



Fonte: Elaborazione autore

4.3.2 Analisi e andamenti di bilancio degli intermediari-*servicer*

Abbiamo visto come in Italia operino, all'interno del mercato NPL, intermediari-*servicer* – banche e intermediati finanziari ex art. 106 TUB – contraddistinti da specifiche caratteristiche organizzative e operative. Si tratta di un numero limitato di intermediari specializzati nell'ambito dei crediti deteriorati che operano nelle vesti di *debt purchaser* e/o *debt servicer*.

Una dettagliata analisi di bilancio che indaghi la struttura finanziaria e la redditività degli intermediari-*servicer* consente di:

1. definire i "modelli tipo" di *business* evidenziabili all'interno del mercato NPL;
2. evidenziare l'evoluzione nel tempo e l'integrazione strategico-operativa:
    a. dei singoli "modelli tipo" di *business*;
    b. dei singoli intermediari-*servicer*.

Tale *sub*-settore finanziario è infatti caratterizzato da una struttura "non ordinaria". Si partecipa ancora con molte, e non consolidate del tutto, modalità. È riscontrabile una rapidità di cambiamento nel tempo. Un'integrazione/modifica dei modelli di *business* da parte di diversi operatori a seconda delle opportunità di investimento e, quindi, di crescita che si presentano sul mercato. Integrazione che tende a esprimersi nel tempo in più modi: i) "aggiunta/esplorazione" di altre modalità operative; ii) riduzione/trasformazione delle modalità operative; iii) diversa distribuzione dell'importanza relativa assegnata

strategicamente – e operativamente – alle singole attività svolte (ad esempio, tipicamente, investimenti in attività finanziarie e *servicing*).

Così come per le banche, la sostenibilità del *business model* riveste un ruolo fondamentale per le prospettive future degli intermediari-*servicer*. È fondamentale che da parte del *management* e degli azionisti vi sia una piena consapevolezza del modello di *business* adottato, la cui impostazione dovrebbe essere tesa a valorizzare i vantaggi competitivi dell'intermediario e a realizzare un corretto bilanciamento del profilo rischio/rendimento, piuttosto che cercare un allineamento al modello più redditizio nello specifico contesto di mercato o al modello meno rischioso in senso assoluto (*Vacca et al.*, 2016). L'evoluzione delle condizioni di mercato, le innovazioni tecnologiche e le modifiche alle norme di vigilanza potrebbero mettere in discussione la sostenibilità di modelli di *business* incentrati su determinate attività (*Cosma et al.*, 2016).

L'analisi di bilancio ha l'obiettivo di comprendere la formazione e la composizione dei ricavi, le strutture-tipo delle fonti e degli impieghi, le caratteristiche di fondo dell'operatività degli intermediari-*servicer*, i modelli di *business* che si sono affermati all'interno del mercato NPL (*Tutino* e *Tutino*, 2020). Lo studio analizza i bilanci relativi agli anni 2017, 2018 e 2019 dei 21 intermediari-*servicer* vigilati italiani. Nello specifico si tratta di 4 banche (Credito Fondiario, Guber, IFIS e Illimity), 16 intermediari finanziari iscritti all'Albo ai sensi dell'art. 106 del TUB (di cui appartenenti a gruppi bancari/finanziari: MBCredit Solutions, Securitisation Services, UnipolRec, Cerved Credit Management e Prelios Credit Servicing; di cui indipendenti: Advancing Trade, AMCO, Aquileia Capital Services, Axactor, Blue Factor, Centotrenta Servicing, Europa Factor, J-Invest, MCE Locam, REV – Gestione Crediti e Zenith Service) e 1 società regolata dall'articolo 115 TULPS che, fino alla metà del 2019, operava come banca (doValue). Sono stati analizzati gli anni 2017, 2018 e 2019 in quanto: i) le principali transazioni sul mercato NPL italiano sono avvenute a partire dal 2016 con effetti sui bilanci 2017 e seguenti degli intermediari-*servicer*; ii) l'orizzonte temporale considerato è stato caratterizzato dal rafforzamento e dalla crescita del mercato relativamente sia al *debt purchasing* sia al *debt servicing*.

L'analisi della struttura finanziario-patrimoniale degli intermediari-*servicer* consente, innanzitutto, di far emergere il modello di *business* proprio di ciascun intermediario contribuendo, in secondo luogo, a una più puntuale interpretazione delle *performance* reddituali conseguite.

Come evidenziato dalla Tavola 4.4, gli intermediari-*servicer*, al fine di porre in essere le loro attività, ricorrono sostanzialmente al credito bancario. Ciò è dovuto alla loro natura. Nella maggior parte dei casi, infatti, siamo di fronte a intermediari finanziari ex art. 106 TUB che non sono autorizzati a effettuare raccolta di risparmio presso il pubblico. L'unica fonte di raccolta deriva quindi dai finanziamenti ottenuti dalle banche. Se da un lato ciò si ripercuote negativamente sul *cost of funding* (in virtù del fatto che essi non hanno la possibilità di diversificare le fonti di racconta e, nello specifico, non dispongono di raccolta diretta da clientela tendenzialmente stabile e, in questi anni, poco costosa), dall'altro comporta benefici in termini di assorbimenti patrimoniali in quanto, per gli intermediari che non effettuano raccolta di risparmio presso il pubblico, il requisito patrimoniale a fronte dei rischi di credito e di controparte risulta pari al 6% delle esposizioni ponderate per il rischio. Beneficiano, di conseguenza, di maggiori risorse per realizzare investimenti in crediti *non-performing*. Gli intermediari-*servicer* banche si caratterizzano invece per la raccolta da clientela sottoforma di conti di deposito *on-line*, principalmente vincolati e con diverse scadenze temporali, al fine di stabilizzare il *funding* anche con l'obiettivo di rispettare i limiti relativi agli indicatori regolamentari sulla liquidità[40] quali il *net stable funding ratio* che prevede che le banche mantengano un profilo di provvista stabile in relazione alla composizione del loro attivo e delle loro operazioni fuori bilancio. La raccolta verso clientela evidenziata da alcuni intermediari non bancari deriva invece esclusivamente da finanziamenti ottenuti da operatori non bancari o da debiti per *leasing* verso i concedenti a seguito dell'adozione dell'IFRS 16. Tale nuovo *standard* contabile, che ha sostituito lo IAS 17, ha modificato le modalità di

[40] I vincoli posti alla gestione della liquidità sono due: il *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) e il *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) (Tutino F. (2015), "La Banca. Economia, finanza, gestione", Il Mulino, Bologna). L'obiettivo dell'LCR è quello di ridurre il rischio di liquidità per le banche nel breve termine attraverso la detenzione in portafoglio di un adeguato livello di attività liquide di elevata qualità (*High Quality Liquid Assets – HQLA*) non vincolate e facilmente liquidabili con una perdita di valore minima o nulla, al fine di poter fronteggiare un fabbisogno di liquidità in uno scenario di *stress* nell'arco di 30 giorni. Viene pertanto calcolato come rapporto tra il *Liquidity Buffer* e i *Net Liquidity Outflows*. L'NSFR prevede invece che le banche detengano, su un orizzonte temporale di un anno, un ammontare minimo di provvista stabile in relazione al grado di liquidità dell'attivo, nonché al potenziale fabbisogno di liquidità derivante da impegni fuori bilancio. Viene calcolato come rapporto tra l'ammontare disponibile di provvista stabile (*Available Stable Funding – ASF*) e l'ammontare obbligatorio di provvista stabile (*Required Stable Funding – RSF*). L'indicatore NSFR fornisce una rappresentazione del profilo di *funding* delle banche in condizioni di *stress* e ha l'obiettivo di assicurare che le attività di lungo termine siano coperte con un ammontare minimo di provvista stabile in relazione al loro profilo di rischio.

contabilizzazione dei contratti di *leasing*. Il nuovo principio stabilisce, infatti, che tutti i contratti di locazione siano iscritti dal locatario nello Stato Patrimoniale come attività e passività: nell'attivo viene iscritto il bene oggetto di *lease* – anche operativo – mentre nel passivo viene registrato, come contropartita, un debito finanziario.

La Tavola 4.4 mostra come gli intermediari-*servicer* con modello di *business* incentrato sul *debt servicing* – ad esempio doValue, Cerved Credit Management, Centotrenta Servicing, Securitization Services, Zenith Service – siano caratterizzati da livelli di debito inferiori, e in alcuni casi anche in misura significativa, rispetto a quanto registrato dagli intermediari-*servicer* "investitori". Ciò deriva dalle attività tipiche svolte dai singoli operatori e, di conseguenza, dai loro modelli di *business*. Gli intermediari-*servicer* che svolgono prevalentemente attività di *servicing* e non di acquisto di portafogli di crediti *non-performing*, non presentano infatti l'esigenza di accendere crediti per finanziare tali investimenti. Al contrario, gli intermediari specializzati nell'acquisto di NPL necessitano di finanziamenti al fine di realizzare transazioni sul mercato dei crediti *non-performing* e ottenere un giusto equilibrio tra mezzi propri e mezzi di terzi.

Tavola 4.4 – Le Fonti: % rispetto al Passivo

	2017				2018				2019			
	Debiti verso banche	Debiti verso clientela	Titoli in circola-zione	Passività Finanzia-rie	Debiti verso banche	Debiti verso clientela	Titoli in circola-zione	Passività Finanzia-rie	Debiti verso banche	Debiti verso clientela	Titoli in circola-zione	Passività Finanzia-rie
Credito Fondiario	21,9%	72,5%	-	-	28,3%	68,8%	-	-	23,4%	73,0%	-	-
Guber	-	14,1%	-	-	27,7%	23,4%	-	-	22,7%	57,2%	-	-
IFIS	9,7%	64,7%	20,0%	0,5%	9,9%	59,0%	25,0%	0,4%	10,7%	58,8%	24,7%	0,2%
Illimity	46,4%	42,8%	9,3%	-	16,0%	66,9%	12,0%	-	15,2%	80,0%	0,6%	-
MBCredit Solutions	73,6%	0,5%	-	-	89,7%	0,5%	-	-	91,7%	-	-	-
Securitization Services	0,2%	-	-	-	0,4%	-	-	-	0,3%	18,4%	-	-
UnipolRec	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-	96,4%	-	-	-	92,7%	-	-
Cerved Credit Management	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0%	-	-	-
Prelios Credit Servicing	60,8%	-	-	-	32,9%	-	-	-	67,3%	-	-	-
Advancing Trade	32,1%	-	-	-	38,1%	-	-	-	35,5%	-	-	-
AMCO	0,0%	-	-	-	0,0%	-	-	-	0,6%	-	91,0%	-

	2017				2018				2019			
	Debiti verso banche	**Debiti verso clientela**	**Titoli in circola-zione**	**Passività Finanzia-rie**	**Debiti verso banche**	**Debiti verso clientela**	**Titoli in circola-zione**	**Passività Finanzia-rie**	**Debiti verso banche**	**Debiti verso clientela**	**Titoli in circola-zione**	**Passività Finanzia-rie**
Aquileia Capital Services	87,8%	4,3%	-	-	82,0%	6,1%	-	-	69,0%	6,9%	-	-
Axactor	94,7%	-	-	-	95,3%	-	-	-	92,2%	-	-	-
Blue Factor	89,1%	-	-	-	70,3%	-	-	-	51,8%	-	-	-
Centotrenta Servicing	-	-	-	-	-	-	-	-	33,0%	-	-	-
Europa Factor	65,8%	-	-	-	60,8%	-	-	-	59,3%	-	-	-
J-Invest	80,2%	-	-	-	81,6%	-	-	-	83,8%	-	-	-
MCE Locam	49,7%	-	4,1%	-	53,8%	-	-	-	30,5%	-	-	-
REV - Gestione Crediti	97,3%	-	-	-	98,0%	-	-	-	98,1%	-	-	-
Zenith Service	21,6%	-	-	-	-	-	-	-	10,8%	-	-	-
doValue	-	13,3%	-	-	-	0,3%	-	-	60,2%	0,1%	-	-

Fonte: Elaborazione autore

L'analisi della struttura degli impieghi consente, invece, di far emergere le prime differenze tra gli intermediari-*servicer* e, in particolare, tra i loro diversi modelli di *business*. Attraverso tale analisi, non è infatti ancora possibile individuare quegli intermediari-*servicer* che denotano un'integrazione tra i modelli *debt purchasing* e *debt servicing*. Ciò richiede ulteriori analisi che riguardano la redditività e, nello specifico, la composizione dei ricavi.

Sulla base di quanto riportato nel precedente paragrafo, relativamente all'attività di *debt purchasing*, ci aspettiamo che gli intermediari-*servicer* che acquistano direttamente crediti deteriorati o sottoscrivono *senior notes* presentino elevate percentuali sull'indicatore *Crediti verso clientela / Totale attivo*. Gli intermediari-*servicer* che investono invece principalmente nelle *tranche junior* o *mezzanine* delle cartolarizzazioni di crediti *non-performing* o sottoscrivono quote di OICR dovrebbero evidenziare significativi valori per l'indicatore *Attività finanziarie*[41] */ Totale attivo*. Infine, per quanto riguarda i *debt servicer*, essi dovrebbero rilevare valori consistenti sul rapporto *Crediti verso clientela / Totale attivo* in virtù dei crediti commerciali derivanti dall'attività di *servicing*.

Per gli intermediari-*servicer* molto attivi sul mercato dei crediti deteriorati la composizione dell'attivo può variare anche considerevolmente tra un anno e un altro (Tavola 4.5). Ciò dipende dalla strategia di *business* adottata e dalle opportunità di investimento che potrebbero manifestarsi in un determinato periodo temporale. Analizziamo ad esempio due noti operatori del mercato NPL: Cerved Credit Management e Credito Fondiario. Il primo, intermediario ex art. 106 TUB, si caratterizza per assumere la natura di *debt servicer*. Il secondo, banca, si contraddistingue sia per l'attività di investimento sia per l'assunzione di mandati di *servicing*. L'attivo di Cerved Credit Management denota una sostanziale stabilità nel tempo del rapporto tra *Crediti verso clientela* e *Totale attivo*. Ciò conferma il modello di *business* incentrato sul *debt servicing* con l'evidenza di attività composte da crediti commerciali che derivano dall'erogazione di servizi di *master servicing*, *special servicing* e altri ruoli di *servicing* svolti per conto di società veicolo *ex lege* 130/99, banche e investitori. Credito Fondiario, al contrario, registra una significativa riduzione del peso delle attività finanziarie sul totale attivo e un considerevole incremento delle partecipazioni. Nel primo caso, tale dinamica deriva dal maggiore incremento dei crediti verso clientela – che evidenziano al loro interno i crediti POCI, le note *senior* e i crediti derivanti da attività di

[41] Attività finanziarie = Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico + Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva.

servicing – rispetto a quanto registrato dalla voce di Stato Patrimoniale "Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico" che comprende le *tranches junior* e *mezzanine* sottoscritte nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti *non-performing*. La voce "Partecipazioni" risulta invece avvalorata a partire dall'anno 2019 in virtù della *joint venture* realizzata con Banco BPM che ha portato alla creazione di una piattaforma di *servicing* e alla contestuale finalizzazione di un accordo di *servicing*.

Prendendo in considerazione anche altri operatori che negli ultimi anni si sono contraddistinti per l'acquisizione di significativi volumi di crediti deteriorati – sia direttamente sia indirettamente – quali AMCO, IFIS, Illimity, Guber e J-Invest, è possibile evidenziare come il loro attivo sia notevolmente mutato in termini di composizione delle attività detenute. Alcuni registrano un significativo incremento delle attività più rischiose, ovvero quelle detenute tra le "Attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico", mentre altri cercano di ridurre il peso di tali *asset* a favore di altri contraddistinti da un minore livello di esposizione al rischio di credito. Ciò può essere dovuto a vari aspetti. Innanzitutto, un intermediario-*servicer*, al fine di incrementare il proprio portafoglio proprietario ed essere ben visibile sul mercato con l'obiettivo di essere invitato dalle banche *originator* ad effettuare offerte competitive su nuovi portafogli NPL che verranno trasferiti sul mercato primario, potrebbe essere portato ad effettuare, in un determinato periodo, investimenti più rischiosi rispetto ad altri intermediari che operano da più tempo all'interno del mercato NPL. Altro aspetto da considerare è la strategia e il profilo di rischio approvati dalla *governance* degli intermediari-*servicer*. Nel corso della vita di un intermediario-*servicer*, la propensione al rischio approvata dall'organo con funzione di supervisione strategica potrebbe mutare in virtù dell'evoluzione del contesto di riferimento esterno e di mercato. Il rispetto dei limiti di adeguatezza patrimoniale – per banche e intermediari finanziari "106" – e di liquidità – per le sole banche – potrebbe incidere sulla scelta degli investimenti da effettuare. Altro aspetto da considerare è il ritorno richiesto dagli azionisti. Il raggiungimento di un ROE *target* definito in sede di predisposizione del Piano Strategico di un intermediario-*servicer* potrebbe richiedere, nel corso dell'arco temporale considerato, cambiamenti nelle strategie originariamente previste.

Tavola 4.5 – Gli Impieghi: % rispetto all'Attivo

	2017				2018				2019			
	Crediti verso banche	Crediti verso clientela	Attività Finanzia-rie	Partecipazioni	Crediti verso banche	Crediti verso clientela	Attività Finanzia-rie	Partecipazioni	Crediti verso banche	Crediti verso clientela	Attività Finanzia-rie	Partecipazioni
Credito Fondiario	5,2%	37,5%	54,2%	-	6,0%	45,4%	32,4%	0,1%	4,3%	39,4%	36,4%	7,6%
Guber	31,9%	41,2%	1,1%	-	22,2%	40,7%	12,0%	-	20,6%	46,4%	16,4%	0,0%
IFIS	18,4%	66,9%	5,6%	-	6,3%	78,0%	6,7%	-	6,0%	72,7%	12,5%	0,0%
Illimity	9,2%	35,4%	51,5%	-	30,1%	48,4%	11,1%	-	11,4%	54,1%	4,4%	-
MBCredit Solutions	8,3%	72,0%	-	0,0%	2,0%	86,8%	-	0,0%	3,7%	88,6%	-	0,0%
Securitization Services	49,8%	1,4%	30,1%	0,4%	45,8%	2,0%	31,8%	0,8%	39,8%	3,4%	27,9%	0,4%
UnipolRec	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6,3%	82,5%	-	0,3%	-	89,6%	-	0,5%
Cerved Credit Management	-	64,7%	-	-	-	65,6%	-	-	-	70,2%	-	-
Prelios Credit Servicing	67,2%	24,0%	-	0,1%	35,3%	62,7%	-	0,0%	61,7%	20,6%	-	0,1%
Advancing Trade	1,3%	75,5%	-	0,8%	0,8%	75,0%	-	0,8%	1,9%	67,3%	-	0,7%

	2017				2018				2019			
	Crediti verso banche	**Crediti verso clientela**	**Attività Finanzia-rie**	**Partecipazioni**	**Crediti verso banche**	**Crediti verso clientela**	**Attività Finanzia-rie**	**Partecipazioni**	**Crediti verso banche**	**Crediti verso clientela**	**Attività Finanzia-rie**	**Partecipazioni**
AMCO	7,4%	19,5%	64,9%	0,0%	10,1%	15,9%	61,1%	0,0%	11,5%	32,0%	52,2%	0,0%
Aquileia Capital Services	6,8%	52,1%	-	0,0%	22,6%	54,8%	-	0,0%	25,2%	40,6%	-	0,0%
Axactor	0,5%	91,7%	1,0%	-	2,4%	90,2%	0,9%	-	0,5%	85,8%	0,3%	-
Blue Factor	3,1%	85,5%	-	0,1%	4,6%	66,2%	10,5%	-	13,9%	1,2%	73,7%	-
Centotrenta Servicing	22,9%	33,9%	27,1%	-	21,4%	43,3%	23,5%	-	11,5%	38,2%	12,8%	-
Europa Factor	14,4%	-	39,9%	-	5,8%	-	54,0%	2,9%	7,1%	-	61,8%	2,1%
J-Invest	43,9%	2,1%	29,2%	1,4%	5,5%	1,4%	79,7%	0,4%	2,9%	5,8%	72,6%	0,2%
MCE Locam	6,5%	5,6%	29,7%	2,6%	11,8%	0,9%	28,1%	-	42,1%	13,5%	1,6%	-
REV - Gestione Crediti	10,1%	76,7%	-	-	6,3%	87,8%	-	-	3,9%	87,2%	-	-
Zenith Service	37,0%	3,1%	4,4%	0,0%	41,7%	11,5%	5,8%	0,0%	44,1%	6,9%	7,6%	0,0%
doValue	16,6%	34,3%	8,1%	1,0%	23,2%	31,9%	11,1%	-	15,4%	24,5%	4,0%	-

Fonte: Elaborazione autore

La struttura finanziaria e di liquidità – riportata nella Tavola 4.6 – analizza la tematica riguardante la correlazione tra attivo e passivo degli intermediari-*servicer* cercando di evidenziare i punti di equilibrio – o di squilibrio – tipici della gestione di tali operatori. Gli indicatori considerati sono:

i) la posizione interbancaria netta rapportata al totale attivo;

ii) la *solidità/fragilità finanziaria* data dal rapporto tra la somma dei debiti verso banche, dei debiti verso clientela e dei titoli in circolazione e il totale degli investimenti dell'intermediario-*servicer* rappresentato dalle attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico, dalle attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e dai crediti verso clientela;

iii) la *solidità/fragilità patrimoniale* data dal rapporto tra il patrimonio netto e il totale degli investimenti dell'intermediario-*servicer*;

iv) la *solidità/fragilità strutturale* data dal rapporto tra la somma dei debiti verso banche, dei debiti verso clientela, dei titoli in circolazione e del patrimonio netto e il totale degli investimenti dell'intermediario-*servicer*;

v) il *leverage ratio*, ovvero il rapporto tra il patrimonio netto e il totale attivo.

Data l'elevata incidenza dei debiti verso le banche rispetto al totale passivo – così come rilevato in sede di analisi delle fonti – si evidenzia come la maggior parte degli intermediari-*servicer* presentino debiti nei confronti del sistema bancario. La dipendenza di tali operatori dalle banche rappresenta tuttavia un fattore determinante da monitorare nel corso della loro operatività. Un deterioramento del loro merito creditizio potrebbe determinare difficoltà in termini sia di rifinanziamento sia di innalzamento del costo del *funding*.

L'indicatore *Solidità/Fragilità Finanziaria* mostra, invece, il contributo offerto dall'indebitamento complessivo (debiti verso banche e clientela e titoli in circolazione) a dare copertura alla quota di attivo relativo agli investimenti (attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico, attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e crediti verso clientela). Valori dell'indicatore inferiori al 100% indicano come l'intermediario-*servicer* abbia utilizzato tutte le risorse disponibili rivenienti dall'indebitamento per finanziare i propri investimenti. L'indicatore *Solidità/Fragilità Patrimoniale* evidenzia, al contrario, il contributo offerto dai mezzi propri a dare copertura alla quota di attivo relativo agli investimenti dell'intermediario-*servicer*. La somma dei due indicatori sopra riportati determina l'indicatore *Solidità/Fragilità Strutturale*

che evidenzia l'equilibrio strutturale attivo-passivo dell'intermediario-*servicer* e le modalità – in termini di *funding mix* – con le quali vengono finanziati gli investimenti effettuati. Gli intermediari-*servicer* mostrano, nella maggior parte dei casi, una solidità strutturale ovvero la somma tra indebitamento e patrimonio netto è superiore al totale dei loro investimenti. Ciò evidenzia come le attività di lungo termine – quali gli investimenti in crediti deteriorati – siano coperte con provvista sostanzialmente stabile in relazione al loro profilo di rischio. In una logica *going-concern* (bilancio statico), l'indicatore rileva quindi la possibilità per gli intermediari-*servicer* di incrementare i loro investimenti in quanto presentano risorse non ancora utilizzate. Maggiori investimenti che possono essere realizzati purché vengano rispettati, al contempo, i limiti regolamentari di adeguatezza patrimoniale – per banche e intermediari finanziari "106" – e di liquidità – per le sole banche.

Analizzando la Tavola 4.6 è possibile, inoltre, sottolineare come tutti gli intermediari-*servicer* evidenzino elevati livelli di *leverage ratio*. Tale *sub*-settore finanziario si caratterizza quindi per l'elevato contributo offerto dal patrimonio netto alla copertura degli attivi in bilancio.

Tavola 4.6 – La struttura finanziaria e di liquidità

	2017					2018					2019				
	Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo	Solidità/Fragilità Finanziaria	Solidità/Fragilità Patrimoniale	Solidità/Fragilità Strutturale	Leverage Ratio	Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo	Solidità/Fragilità Finanziaria	Solidità/Fragilità Patrimoniale	Solidità/Fragilità Strutturale	Leverage Ratio	Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo	Solidità/Fragilità Finanziaria	Solidità/Fragilità Patrimoniale	Solidità/Fragilità Strutturale	Leverage Ratio
Credito Fondiario	-10,2%	72,3%	32,5%	104,8%	29,8%	-16,5%	99,6%	25,9%	125,5%	20,2%	-12,7%	92,6%	36,0%	128,6%	27,3%
Guber	31,9%	8,7%	174,3%	183,0%	73,8%	12,2%	35,1%	120,8%	155,9%	63,7%	8,0%	70,6%	70,9%	141,6%	44,5%
IFIS	10,1%	111,5%	19,8%	131,2%	14,3%	-2,1%	93,7%	18,4%	112,1%	15,6%	-3,2%	94,4%	17,2%	111,6%	14,6%
Illimity	-34,6%	107,0%	6,4%	113,4%	5,6%	21,3%	87,7%	75,9%	163,5%	45,1%	-1,1%	134,1%	30,7%	164,9%	18,0%
MBCredit Solutions	-19,1%	38,3%	87,2%	125,5%	62,8%	-50,8%	61,1%	47,4%	108,5%	41,1%	-54,6%	65,9%	41,1%	106,9%	36,4%
Securitization Services	49,8%	0,2%	107,8%	107,9%	65,8%	45,6%	0,3%	97,8%	98,1%	68,1%	39,7%	19,4%	104,6%	123,9%	67,6%
UnipolRec	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	6,3%	53,4%	65,9%	119,3%	54,4%	-	29,5%	79,8%	109,2%	71,5%
Cerved Credit Management	-	-	53,3%	53,3%	34,5%	-	-	65,8%	65,8%	43,2%	0,0%	0,0%	65,9%	66,0%	46,3%

	2017					2018					2019				
	Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo	Solidità/Fragilità Finanziaria	Solidità/Fragilità Patrimoniale	Solidità/Fragilità Strutturale	Leverage Ratio	Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo	Solidità/Fragilità Finanziaria	Solidità/Fragilità Patrimoniale	Solidità/Fragilità Strutturale	Leverage Ratio	Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo	Solidità/Fragilità Finanziaria	Solidità/Fragilità Patrimoniale	Solidità/Fragilità Strutturale	Leverage Ratio
Prelios Credit Servicing	36,6%	128,0%	206,6%	334,6%	49,5%	17,2%	28,8%	72,0%	100,8%	45,1%	14,2%	230,8%	142,7%	373,5%	29,4%
Advancing Trade	-24,3%	33,9%	27,1%	60,9%	20,4%	-28,4%	39,0%	31,1%	70,1%	23,3%	-25,2%	40,2%	35,2%	75,4%	23,7%
AMCO	7,4%	0,0%	115,2%	115,2%	97,2%	10,1%	0,0%	122,4%	122,4%	94,2%	11,3%	36,9%	78,5%	115,4%	66,1%
Aquileia Capital Services	-60,1%	134,7%	45,7%	180,3%	23,8%	-35,1%	113,1%	53,9%	167,0%	29,6%	-30,7%	151,4%	47,2%	198,6%	19,2%
Axactor	-86,9%	94,3%	8,3%	102,6%	7,7%	-78,8%	89,1%	16,2%	105,3%	14,8%	-70,0%	81,9%	27,3%	109,2%	23,5%
Blue Factor	-57,3%	70,6%	37,6%	108,2%	32,2%	-40,4%	58,6%	47,1%	105,6%	36,1%	-14,5%	37,9%	60,3%	98,3%	45,2%
Centotrenta Servicing	22,9%	-	108,7%	108,7%	66,2%	21,4%	-	97,8%	97,8%	65,3%	-6,2%	34,7%	91,2%	125,8%	46,5%
Europa Factor	-39,0%	133,9%	47,3%	181,2%	18,9%	-37,9%	81,0%	51,9%	132,9%	28,0%	-33,9%	66,4%	49,9%	116,3%	30,8%
J-Invest	-5,8%	159,0%	121,6%	280,6%	38,0%	-37,5%	53,0%	58,5%	111,4%	47,4%	-37,6%	51,6%	65,9%	117,5%	51,7%

	2017					2018					2019				
	Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo	**Solidità/Fragilità Finanziaria**	**Solidità/Fragilità Patrimoniale**	**Solidità/Fragilità Strutturale**	**Leverage Ratio**	**Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo**	**Solidità/Fragilità Finanziaria**	**Solidità/Fragilità Patrimoniale**	**Solidità/Fragilità Strutturale**	**Leverage Ratio**	**Posizione interbancaria netta / Tot. Attivo**	**Solidità/Fragilità Finanziaria**	**Solidità/Fragilità Patrimoniale**	**Solidità/Fragilità Strutturale**	**Leverage Ratio**
MCE Locam	-38,3%	137,3%	28,1%	165,4%	9,9%	-18,1%	103,0%	153,3%	256,2%	44,5%	23,0%	127,2%	247,0%	374,2%	37,2%
REV - Gestione Crediti	-79,2%	116,3%	10,8%	127,1%	8,3%	-83,9%	102,7%	9,1%	111,8%	8,0%	-83,8%	100,5%	12,1%	112,6%	10,6%
Zenith Service	24,0%	174,0%	526,6%	700,6%	39,5%	41,7%	-	304,1%	304,1%	52,7%	39,1%	34,6%	368,4%	403,0%	53,5%
doValue	16,6%	9,6%	163,8%	173,4%	69,5%	23,2%	0,2%	170,6%	170,8%	73,4%	-28,5%	154,3%	95,2%	249,4%	27,1%

Fonte: Elaborazione autore

Avendo analizzato la struttura finanziario-patrimoniale degli intermediari-*servicer*, è interessante ora soffermarsi sull'analisi della redditività degli stessi al fine di individuare nello specifico i diversi modelli di *business* adottati all'interno del mercato NPL. L'analisi degli indici di composizione dei risultati reddituali consente di cogliere immediatamente il contributo che le diverse voci di conto economico offrono al risultato finale. Attraverso tale analisi si riesce infatti a distinguere i *debt servicer* dai *debt purchaser* individuando, al tempo stesso, gli intermediari-*servicer* che si presentano sul mercato quali *full credit management companies*. Le peculiarità di tali modelli di *business* sono pertanto riscontrabili immediatamente negli indici di composizione dei risultati reddituali ovvero nei rapporti tra gli aggregati reddituali parziali e il margine di intermediazione.

Relativamente ai *debt servicer*, ci aspettiamo che presentino elevate percentuali sull'indicatore *Commissioni nette / Margine di intermediazione* in virtù delle commissioni attive derivanti dalle attività di *master servicing*, *special servicing* e altri ruoli di *servicing* svolti per conto di società veicolo *ex lege* 130/99, banche e investitori. Per i *debt purchaser* dovrebbero invece risultare avvalorati gli indicatori *Margine di interesse / Margine di intermediazione* e *Risultato netto delle operazioni finanziarie*[42] */ Margine di intermediazione*. Nel primo caso in virtù degli interessi attivi che derivano dal portafoglio proprietario composto da crediti *non-performing* acquisiti direttamente e/o attraverso operazioni di cartolarizzazione. Nel secondo caso in virtù delle plusvalenze e/o minusvalenze derivanti sia dalle operazioni di cessione sul mercato secondario sia dal processo di valutazione delle attività valutate al *fair value* con impatto a conto economico.

Analizzando la Tavola 4.7 è possibile evidenziare come intermediari-*servicer* – quali ad esempio doValue, Cerved e Prelios – che operano da diversi anni nel mercato della gestione e del recupero dei crediti deteriorati presentino una sostanziale stabilità nella formazione dei risultati economici. Essi sono caratterizzati da un modello di *business* ben strutturato e consolidato focalizzato sul *debt servicing* e, di conseguenza, la loro redditività deriva esclusivamente dal comparto commissionale. Stesse considerazioni valgono anche per

[42] Risultato netto delle operazioni finanziarie = Dividendi e proventi simili + Risultato netto dell'attività di negoziazione + Risultato netto dell'attività di copertura + Utili (perdite) da cessione o riacquisto di: a) attività finanziarie valutate al costo ammortizzato; b) attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva; c) passività finanziarie + Risultato netto delle attività e passività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico: a) attività e passività finanziarie designate al *fair value*; b) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al *fair value*.

intermediari-*servicer* quali Zenith Service e Centotrenta Servicing noti sul mercato per prestare servizi di gestione di operazioni di cartolarizzazione. La loro primaria fonte di reddito deriva quindi dalle commissioni attive derivanti da attività di *master servicing*.

La maggior parte degli intermediari-*servicer*, così come evidenziato anche nell'ambito dell'analisi della composizione dell'attivo, denota tuttavia indici di composizione dei risultati reddituali che variano anche considerevolmente nel corso degli anni. Ciò deriva dalle opportunità di *business* che si presentano sul mercato. La possibilità di diversificare le fonti di ricavo e incrementare le *performance* reddituali porta gli intermediari-*servicer* a aggredire mercati in cui precedentemente non erano presenti. La richiesta sempre più significativa da parte di banche e investitori internazionali di servizi riguardanti la gestione e il recupero di crediti *non-performing*, ha indotto molti intermediari-*servicer* a implementare al loro interno strutturati processi di *servicing* al fine di concludere accordi relativi a mandati di gestione di portafogli NPL. Ciò presenta sia vantaggi sia svantaggi. Dal lato dei vantaggi, si tratta di un'attività che non comporta un'assunzione di rischio di credito con benefici in termini sia di adeguatezza patrimoniale sia economici in quanto non vi è il rischio di procedere a rettifiche di valore come nel caso di investimenti non correttamente valutati in sede di *due diligence*. Dal lato degli svantaggi, occorre invece sottolineare come un ritardo nei recuperi rispetto al *business plan* della banca o dell'investitore o una non soddisfacente gestione dei crediti potrebbe comportare una revoca dei mandati con conseguenze negative sulla sostenibilità futura del *business* dell'intermediario-*servicer*.

Altro aspetto da rilevare analizzando la Tavola 4.7 riguarda il contributo offerto dal risultato netto delle operazioni finanziarie. La maggior parte degli intermediari-*servicer* registra valori positivi relativamente al rapporto *Risultato netto delle operazioni finanziarie / Margine di intermediazione*. Ciò indica come le (ri)cessioni di *asset* e/o i processi di valutazione a *fair value* delle quote di OICR e dei titoli ABS *junior* e/o *mezzanine* da cui emergono plusvalenze rappresentino un'importante fonte di ricavo per gli intermediari-*servicer*. Da tale risultato emergono importanti considerazioni. Innanzitutto, è possibile constatare come i crediti *non-performing* sottostanti ai titoli ABS e/o alle quote dei fondi comuni di investimento sottoscritti dagli intermediari-*servicer* siano stati acquisiti a prezzi tali da produrre ricchezza per gli investitori. A seguito del mutato contesto economico derivante dall'emergenza sanitaria COVID-19, sarà tuttavia necessario (ri)verificare tali risultati anche nei prossimi anni. Un rallentamento dei recuperi e un abbattimento dei valori delle garanzie sottostanti ai crediti *non-performing* acquisiti dovrebbe infatti impattare

negativamente sulle nuove valutazioni e, di conseguenza, sui valori degli *asset* detenuti in bilancio dagli intermediari-*servicer*. Altro punto su cui focalizzare l'attenzione riguarda il trasferimento di ricchezza dal sistema bancario a un *sub*-settore finanziario. Banche costrette a cedere i propri crediti deteriorati registrando anche perdite a conto economico con il solo obiettivo di raggiungere un determinato *target* di *NPL Ratio* hanno determinato un trasferimento della propria redditività agli intermediari-*servicer*. Ciò è evidente anche dai risultati registrati dai tipici indici reddituali quali il *Return on equity* (ROE) e il *Return on assets* (ROA) di tali intermediari-*servicer* (Tavola 4.8). Negli anni analizzati, il ROE delle banche italiane è stato rispettivamente pari al 4,1%[43], 5,7%[44] e 5,0%[45]. Negli stessi anni, il ROE degli intermediari-*servicer* si è attestato rispettivamente al -1,8%, 10,5% e 7,8%. Non considerando tuttavia l'operatore MCE Locam, che registra valori significativamente negativi in tutti e tre gli anni di analisi, il ROE degli intermediari-*servicer* si attesterebbe addirittura su valori rispettivamente pari al 17,2%, 13,3% e 16,1%. Le migliori *performance* reddituali sono evidenziate da operatori specializzati nel *debt servicing*. Ciò deriva anche dalla non esigenza, per tali intermediari-*servicer*, di detenere significativi mezzi propri a copertura delle attività rischiose iscritte in bilancio. A differenza dei *debt purchaser*, i *debt servicer* non sono infatti esposti al rischio di credito derivante dall'acquisizione – in via diretta e indiretta – dei crediti deteriorati. Non necessitano quindi di elevati livelli di fondi propri al fine di rispettare i minimi regolamentari di adeguatezza patrimoniale.

È pertanto evidente come tale *sub*-settore finanziario generi valore per gli azionisti. Valore di gran lunga superiore rispetto a quanto generato dal sistema bancario che risulta essere tuttavia l'artefice di tali risultati attraverso la sottoscrizione di mandati di *servicing* a favore degli intermediari-*servicer* o la cessione agli stessi o a investitori internazionali – che delegano successivamente a tali operatori l'attività di gestione e recupero – di portafogli di crediti deteriorati.

[43] Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1/2019, p. 33.

[44] Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1/2019, p. 33.

[45] Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1/2020, p. 44.

Tavola 4.7 – Indici di composizione dei risultati reddituali: EBITDA *vs* Attivo e % rispetto al Margine di Intermediazione

	2017				2018				2019			
	EBITDA / Tot. Attivo	Margine di interesse	Commissione nette	Risultato netto operazioni finanziarie	EBITDA / Tot. Attivo	Margine di interesse	Commissione nette	Risultato netto operazioni finanziarie	EBITDA / Tot. Attivo	Margine di interesse	Commissione nette	Risultato netto operazioni finanziarie
Credito Fondiario	1,6%	59,2%	40,4%	0,4%	2,5%	41,2%	47,4%	11,4%	3,8%	52,8%	56,2%	-9,0%
Guber	20,1%	53,5%	46,6%	-0,2%	16,4%	65,5%	34,6%	0,0%	10,8%	60,4%	37,4%	2,2%
IFIS	3,8%	73,8%	17,4%	8,7%	3,4%	75,5%	19,3%	5,2%	2,9%	77,3%	21,5%	1,2%
Illimity	1,0%	58,6%	21,8%	19,6%	-2,2%	164,6%	2,8%	-67,4%	-0,4%	74,0%	10,2%	15,8%
MBCredit Solutions	13,9%	61,5%	38,5%	0,0%	8,4%	60,0%	40,0%	-0,1%	7,8%	65,9%	34,1%	0,0%
Securitization Services	48,5%	0,6%	98,7%	0,7%	53,1%	0,4%	99,6%	0,0%	53,9%	0,3%	98,9%	0,8%
UnipolRec	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,2%	32,1%	-0,9%	68,8%	2,9%	38,6%	-1,2%	62,6%
Cerved Credit Management	43,0%	0,0%	100,0%	-	53,4%	0,0%	100,0%	-	53,2%	0,0%	100,0%	-
Prelios Credit Servicing	25,8%	0,1%	99,9%	-	32,7%	0,0%	100,0%	-	14,5%	-0,6%	100,6%	-
Advancing Trade	11,7%	10,4%	89,6%	-	11,2%	6,6%	93,4%	-	11,9%	4,9%	95,1%	-
AMCO	0,6%	62,9%	8,1%	29,0%	4,8%	7,0%	59,4%	33,6%	1,9%	24,0%	52,4%	23,6%

	2017				2018				2019			
	EBITDA / Tot. Attivo	**Margine di interesse**	**Commissione nette**	**Risultato netto operazioni finanziarie**	**EBITDA / Tot. Attivo**	**Margine di interesse**	**Commissione nette**	**Risultato netto operazioni finanziarie**	**EBITDA / Tot. Attivo**	**Margine di interesse**	**Commissione nette**	**Risultato netto operazioni finanziarie**
Aquileia Capital Services	6,8%	7,2%	1,0%	91,8%	-0,5%	-15,8%	75,4%	40,4%	-2,7%	-45,4%	134,0%	11,4%
Axactor	-1,6%	73,8%	26,2%	-	-9,5%	61,5%	37,9%	0,5%	7,2%	32,6%	63,9%	3,5%
Blue Factor	8,5%	75,8%	-4,3%	28,5%	9,9%	66,4%	33,6%	0,0%	6,1%	72,9%	13,3%	13,8%
Centotrenta Servicing	18,8%	0,0%	100,7%	-0,7%	27,2%	-0,1%	100,2%	-0,1%	27,0%	-0,5%	100,5%	0,1%
Europa Factor	7,6%	73,3%	23,8%	2,9%	7,6%	61,3%	37,2%	1,6%	5,2%	58,0%	42,0%	0,0%
J-Invest	61,9%	0,4%	7,3%	92,3%	25,2%	18,9%	4,5%	76,6%	12,0%	6,2%	13,8%	79,9%
MCE Locam	-28,7%	-4,5%	-156,3%	260,8%	-16,4%	-3,0%	-269,9%	372,9%	-22,4%	6,2%	55,4%	38,3%
REV - Gestione Crediti	2,1%	63,9%	-0,1%	36,1%	0,9%	100,1%	-0,1%	-	3,1%	100,1%	-0,1%	-
Zenith Service	2,1%	-0,3%	99,7%	0,5%	21,4%	-0,5%	100,2%	0,3%	30,8%	-0,3%	99,8%	0,5%
doValue	22,7%	0,3%	99,7%	0,0%	25,2%	0,5%	99,3%	0,2%	14,2%	-2,7%	102,1%	0,6%

Fonte: Elaborazione autore

Tavola 4.8 – La redditività

	2017				2018				2019			
	ROE	**ROA**	**ROTE**	**ROTA**	**ROE**	**ROA**	**ROTE**	**ROTA**	**ROE**	**ROA**	**ROTE**	**ROTA**
Credito Fondiario	-0,6%	-0,2%	-0,6%	-0,2%	12,0%	2,4%	14,1%	2,5%	9,9%	2,7%	10,7%	2,8%
Guber	18,7%	13,8%	18,7%	13,8%	18,1%	11,5%	18,2%	11,6%	14,1%	6,3%	14,6%	6,4%
IFIS	13,2%	1,9%	13,4%	1,9%	10,1%	1,6%	10,2%	1,6%	8,0%	1,2%	8,3%	1,2%
Illimity	5,7%	0,3%	5,7%	0,3%	-4,2%	-1,9%	-4,4%	-1,9%	-3,0%	-0,5%	-3,2%	-0,5%
MBCredit Solutions	16,2%	10,1%	16,3%	10,2%	12,8%	5,2%	12,8%	5,3%	12,9%	4,7%	13,0%	4,7%
Securitization Services	48,4%	31,9%	48,4%	31,9%	51,4%	35,0%	52,3%	35,4%	51,5%	34,8%	53,6%	35,7%
UnipolRec	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,2%	1,2%	2,2%	1,2%	2,8%	2,0%	2,8%	2,0%
Cerved Credit Management	87,2%	30,1%	91,3%	30,5%	86,4%	37,3%	89,8%	37,9%	78,6%	36,4%	82,6%	37,2%
Prelios Credit Servicing	37,7%	18,6%	38,9%	18,9%	57,0%	25,7%	57,8%	25,9%	35,6%	10,5%	35,6%	10,5%
Advancing Trade	13,0%	2,7%	19,3%	2,8%	11,3%	2,6%	16,6%	2,9%	11,3%	2,7%	17,8%	2,9%
AMCO	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	6,1%	5,8%	6,1%	5,8%	2,2%	1,4%	2,2%	1,4%

	2017				2018				2019			
	ROE	**ROA**	**ROTE**	**ROTA**	**ROE**	**ROA**	**ROTE**	**ROTA**	**ROE**	**ROA**	**ROTE**	**ROTA**
Aquileia Capital Services	25,6%	6,1%	26,0%	6,1%	-7,5%	-2,2%	-7,7%	-2,2%	-31,9%	-6,1%	-33,0%	-6,2%
Axactor	-35,1%	-2,7%	-48,1%	-2,8%	-83,9%	-12,4%	-101,7%	-12,7%	10,3%	2,4%	11,3%	2,5%
Blue Factor	12,0%	3,9%	12,0%	3,9%	14,1%	5,1%	14,1%	5,1%	6,2%	2,8%	6,2%	2,8%
Centotrenta Servicing	16,1%	10,7%	16,7%	10,9%	24,9%	16,3%	25,4%	16,5%	32,1%	14,9%	33,1%	15,1%
Europa Factor	10,8%	2,0%	11,2%	2,1%	9,5%	2,7%	9,7%	2,7%	1,8%	0,6%	1,8%	0,6%
J-Invest	44,9%	17,1%	45,1%	17,1%	30,1%	14,3%	30,3%	14,3%	8,2%	4,2%	8,2%	4,2%
MCE Locam	-363,6%	-36,1%	-368,0%	-36,2%	-43,9%	-19,5%	-44,0%	-19,5%	-158,2%	-58,8%	-167,0%	-60,0%
REV - Gestione Crediti	-4,8%	-0,4%	-4,8%	-0,4%	-29,7%	-2,4%	-29,8%	-2,4%	18,3%	1,9%	18,3%	1,9%
Zenith Service	-3,3%	-1,3%	-3,3%	-1,3%	22,6%	11,9%	22,8%	12,0%	34,0%	18,2%	34,3%	18,3%
doValue	21,8%	15,1%	22,3%	15,4%	21,8%	16,0%	22,5%	16,4%	18,4%	5,0%	-35,8%	8,4%

Fonte: Elaborazione autore

Per quanto riguarda l'efficienza operativa, sono stati analizzati nella Tavola 4.9 i due principali indicatori:

i) il *cost to income*, dato dal rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione;

ii) il *cost to total assets*, dato dal rapporto tra i costi operativi e il totale attivo.

Bassi valori di tali indicatori indicano un elevato grado di efficienza operativa dell'intermediario-*servicer* rappresentando un elemento positivo di valutazione. In tale contesto storico, in cui tutti gli intermediari-*servicer* hanno ampliato il loro *business* per effetto dell'espansione del mercato NPL a seguito delle ingenti masse di crediti *non-performing* trasferite dalle banche, i costi operativi di tali operatori sono aumentati principalmente a seguito degli investimenti in tecnologie informatiche e in personale specializzato necessari per gestire volumi di crediti deteriorati sempre più consistenti.

Gli indicatori di efficienza operativa hanno tuttavia registrato – in media – valori in riduzione. Ciò indica come i maggiori costi sostenuti dagli intermediari-*servicer* per supportare la crescita della propria operatività siano stati più che compensati dall'incremento dei ricavi. Nello specifico, il margine di intermediazione – derivante dalla somma tra margine di interesse, commissioni nette da servizi e risultato netto dell'attività di negoziazione e di (ri)valutazione e recupero dei crediti sottostanti agli *asset* valutati in bilancio al *fair value* con impatto a conto economico – è aumentato in misura maggiore rispetto alla crescita registrata dai costi producendo un conseguente miglioramento del *cost to income*.

In tale analisi occorre inoltre tenere presente che, poiché il margine di intermediazione può assumere anche valori negativi, la valutazione dell'intermediario-*servicer* in tema di efficienza operativa sarà comunque, e ovviamente, negativa nel caso di valori negativi del *cost to income* (*Tutino*, 2019).

Tavola 4.9 – L'efficienza operativa

	2017		2018		2019	
	Cost to income	**Cost to total assets**	**Cost to income**	**Cost to total assets**	**Cost to income**	**Cost to total assets**
Credito Fondiario	104,8%	4,4%	79,2%	4,4%	59,4%	2,7%
Guber	46,4%	23,6%	37,0%	21,1%	39,4%	15,6%
IFIS	59,3%	2,6%	62,4%	2,9%	67,3%	2,8%
Illimity	51,4%	0,9%	911,3%	2,3%	133,6%	2,9%
MBCredit Solutions	54,7%	16,9%	75,6%	11,0%	75,3%	9,7%
Securitization Services	45,3%	40,2%	45,3%	44,1%	45,0%	43,4%
UnipolRec	n.d.	n.d.	60,2%	2,3%	44,7%	2,5%
Cerved Credit Management	60,9%	65,4%	55,2%	64,9%	59,5%	76,1%
Prelios Credit Servicing	61,0%	39,0%	50,1%	33,0%	81,4%	58,4%
Advancing Trade	102,7%	69,4%	105,1%	67,8%	104,8%	58,2%
AMCO	161,8%	2,0%	71,1%	5,4%	66,0%	2,1%

	2017		2018		2019	
	Cost to income	**Cost to total assets**	**Cost to income**	**Cost to total assets**	**Cost to income**	**Cost to total assets**
Aquileia Capital Services	-30,8%	0,2%	-6516,2%	9,4%	342,9%	14,8%
Axactor	111,2%	12,8%	208,3%	14,2%	89,7%	13,7%
Blue Factor	62,5%	10,1%	66,9%	14,5%	71,0%	12,0%
Centotrenta Servicing	77,5%	57,4%	68,8%	60,0%	69,3%	54,1%
Europa Factor	87,9%	39,5%	79,1%	45,8%	86,7%	46,1%
J-Invest	28,2%	23,5%	42,9%	16,3%	72,6%	17,4%
MCE Locam	564,7%	36,7%	610,8%	21,6%	161,7%	71,7%
REV - Gestione Crediti	30,1%	1,9%	24,2%	1,1%	35,9%	1,9%
Zenith Service	99,1%	88,1%	82,0%	88,3%	71,9%	71,9%
doValue	64,1%	38,3%	59,1%	35,3%	75,7%	26,3%

Fonte: Elaborazione autore

Relativamente all'efficienza allocativa – riportata nella Tavola 4.10 – sono stati analizzati i seguenti indicatori:

i) il rapporto tra le rettifiche di valore nette per rischio di credito e il margine di intermediazione che evidenzia la quota di tale margine erosa a seguito del deterioramento di parte dell'attivo dell'intermediario-*servicer*;

ii) il *cost of risk*, ovvero il rapporto tra le rettifiche di valore nette per rischio di credito e la somma tra le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato e le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva, che ha l'obiettivo di monitorare la qualità e il livello di rischio di parte dell'attivo dell'intermediario-*servicer*;

iii) il *cost of risk adjusted* che considera tra le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato i soli crediti verso clientela e tra le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva soltanto gli attivi relativi ad investimenti in crediti *non-performing*. Non contemplando i crediti verso le banche e le società finanziarie e altri *asset* (quali ad esempio i titoli di stato o bancari) le cui rettifiche di valore si attestano su valori poco significativi o nulli, si riesce infatti ad evidenziare un costo del rischio che considera soltanto la quota di attivo relativa ad investimenti in crediti *non-performing* e a crediti derivanti da attività di *servicing* tipici degli intermediari-*servicer*;

iv) il rapporto tra la differenza tra il margine di intermediazione e i costi operativi e il totale attivo.

I *debt servicer*, evidenziando nel loro attivo sostanzialmente crediti di natura commerciale, presentano bassi livelli di rischiosità riscontrabili in bassi valori degli indicatori di efficienza allocativa. Gli intermediari-*servicer* che investono invece in crediti *non-performing* assumono un rischio di credito tanto maggiore quanto minore è il livello di approfondimento delle valutazioni effettuate in sede di *due diligence* del portafoglio NPL acquisito. Un errato *pricing* dei crediti *non-performing* oggetto di investimento si ripercuote infatti sulla qualità dell'attivo dell'intermediario-*servicer* con conseguenti effetti negativi in termini di redditività.

Lo studio dell'efficienza allocativa degli intermediari-*servicer* mostra come esista un'elevata variabilità sia tra i vari operatori sia tra i diversi periodi analizzati. Da un lato intermediari-*servicer* che evidenziano un'elevata qualità del proprio attivo che si riflette in

modeste rettifiche o addirittura in riprese di valore con conseguenti effetti positivi sulle *performance* reddituali e dall'altro intermediari-*servicer* le cui rettifiche di valore erodono in maniera significativa il margine di intermediazione. Tali considerazioni possono tuttavia divergere se si analizza il singolo operatore nei tre anni oggetto di studio. I risultati possono variare per diversi motivi. In alcuni casi, un intermediario-*servicer* potrebbe acquisire un determinato portafoglio NPL a condizioni poco vantaggiose assumendo, di conseguenza, un maggior rischio di credito, con il solo obiettivo di incrementare le masse di crediti *non-performing* in gestione. I principali *report* periodici sul mercato dei crediti deteriorati elencano infatti i vari operatori in termini di *assets under management* non analizzando nello specifico i loro diversi profili economico-finanziari. Intermediari-*servicer* caratterizzati da significative masse gestite possono infatti far leva su tale posizione di vantaggio al fine di concludere ulteriori accordi di acquisizione e/o gestione di crediti *non-performing*. Potrebbero essere consapevoli di andare incontro a perdite sul portafoglio proprietario che verrebbero tuttavia più che compensate dalle commissioni derivanti dalla prestazione di servizi di *servicing*. Altro aspetto da considerare riguarda il fatto che un miglioramento del *cost of risk* potrebbe dipendere soltanto dall'incremento, nel corso dell'anno, del denominatore dell'indicatore e, quindi, del portafoglio proprietario. Poiché portafogli NPL di recente acquisizione difficilmente evidenziano rettifiche di valore data la loro recente valutazione di *underwriting*, il rapporto tra le rettifiche di valore nette per rischio di credito e la somma tra le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato e le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva potrebbe migliorare tra un anno e un altro soltanto per effetto delle significative acquisizioni realizzate dall'intermediario-*servicer* nel periodo di analisi pur in presenza di consistenti svalutazioni prodotte dai portafogli acquisiti negli anni passati. Occorrono quindi analisi approfondite, che necessitano pertanto di informazioni riservate, per valutare appieno il processo valutativo dei crediti *non-performing* messo in atto dai singoli intermediari-*servicer*. Processo che influenza nel medio-lungo periodo – e non nel breve – l'efficienza allocativa degli intermediari-*servicer* e, di conseguenza, i loro risultati reddituali. Processo su cui impatterà anche l'emergenza sanitaria COVID-19 con la necessità di (ri)determinare le previsioni di recupero future in ragione delle mutate condizioni economiche.

Tavola 4.10 – L'efficienza allocativa

	2017				2018				2019			
	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo
Credito Fondiario	0,7%	0,1%	0,1%	-0,2%	-5,6%	-0,6%	-0,7%	1,2%	-1,5%	-0,2%	-0,2%	1,9%
Guber	-16,4%	-11,4%	-20,3%	27,2%	-35,8%	-31,4%	-50,1%	35,9%	-37,0%	-20,6%	-31,6%	24,0%
IFIS	18,1%	0,9%	1,2%	1,8%	8,7%	0,5%	0,5%	1,8%	7,5%	0,3%	0,4%	1,4%
Illimity	-20,1%	-0,4%	-0,8%	0,9%	-110,3%	-0,3%	-0,6%	-2,0%	-10,3%	-0,3%	-0,4%	-0,7%
MBCredit Solutions	-3,6%	-1,4%	-1,5%	14,0%	28,9%	4,7%	4,9%	3,6%	29,1%	4,1%	4,2%	3,2%
Securitization Services	-0,4%	-0,5%	-13,9%	48,6%	-0,4%	-0,6%	-4,6%	53,3%	-0,3%	-0,4%	-5,9%	53,1%
UnipolRec	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,2%	0,2%	0,2%	1,5%	-26,3%	-1,7%	-1,7%	3,1%

	2017				2018				2019			
	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo
Cerved Credit Management	-	-	-	42,0%	-0,3%	-0,5%	-0,5%	52,8%	-	-	-	51,8%
Prelios Credit Servicing	-	-	-	24,9%	-1,1%	-0,7%	-1,1%	32,9%	-0,5%	-0,4%	-1,7%	13,4%
Advancing Trade	9,8%	8,7%	8,8%	-1,8%	11,7%	9,9%	10,0%	-3,3%	13,1%	10,5%	10,8%	-2,7%
AMCO	108,5%	2,3%	6,5%	-0,8%	33,4%	9,8%	15,9%	2,2%	13,4%	0,6%	1,5%	1,1%
Aquileia Capital Services	-919,3%	10,7%	12,1%	-0,9%	-4749,5%	8,9%	12,5%	-9,6%	80,2%	5,2%	8,5%	-10,5%
Axactor	-19,8%	-2,5%	-2,5%	-1,3%	-76,0%	-5,6%	-5,7%	-7,4%	14,4%	2,5%	2,6%	1,6%
Blue Factor	-	-	-	6,1%	-	-	-	7,2%	-3,2%	-0,6%	-0,8%	4,9%

	2017				2018				2019			
	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo	Rettifiche di valore nette per rischio di credito / Margine di intermediazione	Cost of risk	Cost of risk adjusted	(Margine di intermediazione - costi operativi) / Totale Attivo
Centotrenta Servicing	-	-	-	16,7%	-1,9%	-2,1%	-3,8%	27,2%	-0,7%	-0,9%	-1,3%	24,0%
Europa Factor	-0,9%	-0,8%	-1,1%	5,5%	-11,9%	-11,5%	-13,1%	12,1%	-7,6%	-6,0%	-6,7%	7,1%
J-Invest	-0,1%	-0,1%	-1,4%	59,6%	0,0%	0,0%	0,3%	21,7%	-0,8%	-1,1%	-3,4%	6,6%
MCE Locam	7,9%	1,8%	9,1%	-30,2%	15,0%	1,2%	4,2%	-18,1%	-3,6%	-2,8%	-7,6%	-27,4%
REV - Gestione Crediti	-76,1%	-5,6%	-6,3%	4,5%	-126,0%	-6,3%	-6,8%	3,6%	-54,3%	-3,2%	-3,3%	3,4%
Zenith Service	-0,7%	-1,1%	-21,6%	0,8%	0,0%	-0,1%	-0,4%	19,4%	0,0%	-0,1%	-0,6%	28,2%
doValue	0,9%	1,0%	1,6%	21,4%	0,0%	0,0%	0,0%	24,4%	-0,3%	-0,2%	-0,4%	8,4%

Fonte: Elaborazione autore

In relazione a quanto sopra riportato, nell'analizzare i dati di bilancio dei vari intermediari-*servicer* occorre innanzitutto considerarne la diversa derivazione operativa: intermediari-*servicer leader* presenti sul mercato NPL da diversi anni, in virtù di elevate quote di mercato raggiunte e di *expertise* consolidate, riescono a evidenziare risultati tendenziali nel tempo mantenendo, pertanto, il proprio valore pur in presenza di cambiamenti di mercato che potrebbero invece produrre effetti sulle strategie di qualsiasi altro intermediario. In molti casi, infatti, tali operatori finalizzano operazioni di acquisizione e/o di gestione di portafogli NPL per effetto della loro conoscenza sul mercato. Banche, società finanziarie e investitori terzi si rivolgono più facilmente a intermediari specializzati con esperienze pluriennali nel settore NPL piuttosto che a operatori di cui non si conoscono ancora le *performance* operative.

Sulla base di quanto descritto, la dimensione e l'esperienza degli intermediari-*servicer* è un fattore chiave da considerare quando si analizzano i vari modelli di *business*. Un intermediario-*servicer* che presenta elevati livelli di *assets under management* e un *track record* di transazioni, anche complesse, concluse nel corso degli ultimi anni sul mercato NPL, trae benefici in termini concorrenziali rispetto agli altri operatori; nelle negoziazioni con le banche e con gli investitori terzi può infatti sfruttare tale posizione privilegiata e finalizzare operazioni che producono un ulteriore incremento della propria operatività con effetti economici positivi.

Non esiste pertanto un modello "perfetto" con cui operare all'interno del mercato NPL: nel caso di una riduzione delle opportunità di *business* per effetto sia di evoluzioni del contesto macroeconomico sia di dinamiche di mercato, ogni intermediario-*servicer*, se non caratterizzato da una *leadership* riconosciuta dall'ambiente bancario e finanziario, necessiterà di modificare velocemente nel tempo le proprie strategie operative. Per generare redditività, infatti, non si troverà nelle condizioni di scegliere se assumere o meno rischi derivanti da questo o quell'investimento. In alcuni casi sarà portato a finalizzare transazioni caratterizzate da profili di rischio che potrebbero divergere dalle linee guida strategiche originariamente definite. Ciò comporta impatti su tematiche strategiche e di rischiosità: la composizione delle fonti e degli impieghi, la struttura finanziaria e di liquidità, il profilo di rischio e le determinanti reddituali degli intermediari-*servicer* potrebbero evidenziare significative variazioni tra un periodo di analisi e un altro. L'attivo degli intermediari-*servicer* può pertanto modificarsi nel tempo per effetto:

i) del contesto economico e di mercato;

ii) delle diverse strategie adottate;

iii) degli specifici approcci al rischio.

Il presumibile incremento dei crediti deteriorati che si evidenzierà nei prossimi anni come conseguenza della crisi economica derivante dall'emergenza sanitaria COVID-19 aumenterà le opportunità di *business* per i vari intermediari-*servicer*. Se a ciò si aggiunge anche la norma europea sulle coperture obbligatorie dei nuovi crediti deteriorati – il c.d. *calendar provisioning* – l'impatto sarà devastante. Occorre già da oggi lavorare affinché il mercato risponda in maniera tempestiva alle necessità del sistema bancario che potrebbero evidenziarsi i prossimi anni. Al fine di smaltire i nuovi flussi di crediti *non-performing* sarà necessario l'intervento di grandi operatori contraddistinti da significative capacità di investimento. Intermediari-*servicer* in grado di gestire consistenti masse di crediti deteriorati che aumenteranno in misura rilevante in un limitato arco temporale. Un'integrazione tra gli stessi e, quindi, un mercato con grandi *player* potrebbe apportare benefici in termini di consolidamento di tale *sub*-settore finanziario, efficientamento dei processi di recupero e miglioramento delle *performance* reddituali. Il conseguimento di tali risultati si rifletterebbe in termini positivi anche sul sistema bancario. Un effetto potrebbe essere rappresentato dalla riduzione del *price gap* tra investitore e banca cedente. Le economie di scala, la possibilità di finanziarsi sul mercato a tassi minori in virtù di un miglioramento del merito creditizio e altre conseguenze derivanti dall'integrazione degli intermediari-*servicer*, potrebbero produrre una riduzione dei tassi di rendimento attesi per gli investimenti in crediti *non-performing* e, di conseguenza, un innalzamento dei prezzi medi di cessione dei portafogli NPL. Risulterà, pertanto, sempre più fondamentale la presenza di *partner* in grado di supportare efficacemente le banche nelle diverse decisioni strategiche in tema di crediti *non-performing*.

CONCLUSIONI

Nonostante le significative cessioni realizzate negli ultimi anni, la problematica relativa allo smaltimento dello *stock* di crediti deteriorati è ancora attuale e assumerà ancora più rilevanza i prossimi anni in ragione del mutato contesto regolamentare e macroeconomico. La lunghezza delle procedure di recupero determina ingenti costi e costituisce uno dei principali fattori di rallentamento del processo di smaltimento. Negli ultimi 5 anni, in alcuni Paesi quali l'Italia, l'ammontare dei crediti deteriorati ceduti dalle banche è risultato in linea o maggiore rispetto alla contrazione evidenziata dallo *stock* di crediti *non-performing*. Ciò evidenzia come, nonostante un miglioramento del contesto macroeconomico, la qualità degli attivi delle banche sia migliorata principalmente o soltanto per effetto delle politiche di cessione di crediti deteriorati. Si è assistito sostanzialmente a un trasferimento delle masse di crediti *non-performing* all'interno del sistema finanziario. Sono stati cancellati dai bilanci bancari e, nella maggior parte dei casi, trasformati, attraverso operazioni di cartolarizzazione, in titoli di debito sottoscritti, oltre che da investitori internazionali, da altri intermediari finanziari vigilati. Così come alta è l'attenzione sulle banche e sulla qualità dei loro attivi, altrettanta considerazione deve essere quindi riposta verso gli intermediari-*servicer* che investono in esposizioni *non-performing* e/o si occupano della gestione e del recupero dei crediti deteriorati per conto terzi. Sono loro i veri attori della riduzione dello *stock* dei crediti *non-performing*.

Data la crescente rilevanza degli intermediari-*servicer* all'interno del sistema finanziario, si è pertanto posta l'attenzione sulla loro organizzazione e operatività indagando, nel dettaglio, i loro profili finanziari, di rischiosità e reddituali attraverso un'approfondita analisi di bilancio. Come evidenziato anche da Banca d'Italia, il buon funzionamento dell'industria del *servicing* è di notevole importanza sotto diversi aspetti. Apporta benefici in termini di minori impatti negativi a conto economico per le banche cedenti in virtù di maggiori prezzi dei crediti *non-performing*. O ancora, processi di recupero efficaci contribuiscono ad assicurare la profittabilità degli investimenti effettuati. Ad oggi, il *sub*-settore finanziario all'interno del quale operano gli intermediari-*servicer* è tuttavia caratterizzato da una struttura "non ordinaria". Si partecipa ancora con molte, e non consolidate del tutto, modalità. È riscontrabile, inoltre, una rapidità di cambiamento nel tempo.

Lo studio dell'organizzazione e dell'operatività degli intermediari-*servicer*, completata con l'analisi di bilancio, ha consentito di evidenziare le caratteristiche, l'evoluzione nel tempo e

l'integrazione strategico-operativa sia dei singoli "modelli tipo" di *business* sia dei singoli intermediari-*servicer*. Per gli intermediari-*servicer* molto attivi sul mercato dei crediti deteriorati la composizione dell'attivo può variare anche considerevolmente tra un anno e un altro. Ciò dipende dalla strategia di *business* adottata e dalle opportunità di investimento che potrebbero manifestarsi in un determinato periodo temporale. L'attivo dei *debt servicer* denota una sostanziale stabilità nel tempo in quanto il modello di *business* incentrato sul *debt servicing* evidenzia principalmente attività composte da crediti commerciali che derivano dall'erogazione di servizi di *master servicing*, *special servicing* e altri ruoli di *servicing* svolti per conto di società veicolo *ex lege* 130/99, banche e investitori. Prendendo invece in considerazione i *debt purchaser*, è stato possibile rilevare come il loro attivo sia notevolmente mutato in termini di composizione delle attività detenute. Alcuni intermediari-*servicer* hanno registrato un significativo incremento delle attività più rischiose (ad esempio i titoli ABS *junior*), mentre altri hanno cercato di ridurre il peso di tali *asset* a favore di altri contraddistinti da un minore livello di esposizione al rischio di credito (ad esempio i titoli ABS *senior*). Ciò può essere dipeso dalla necessità, da un lato, di concludere a tutti i costi transazioni, anche altamente rischiose, con l'obiettivo di incrementare le masse gestite e, dall'altro, di riconsiderare la strategia e il profilo di rischio originariamente definiti. I principali *report* periodici sul mercato dei crediti deteriorati elencano infatti i vari operatori in termini di *assets under management* non analizzando nello specifico i loro diversi profili economico-finanziari. Intermediari-*servicer* caratterizzati da significative masse gestite possono infatti far leva su tale posizione di vantaggio al fine di concludere ulteriori accordi di acquisizione e/o gestione di crediti *non-performing*.

Le peculiarità dei modelli di *business* – *debt servicing* e *debt purchasing* – sono riscontrabili immediatamente negli indici di composizione dei risultati reddituali ovvero nei rapporti tra gli aggregati reddituali parziali e il margine di intermediazione. Intermediari-*servicer* che operano da diversi anni nel mercato della gestione e del recupero dei crediti deteriorati presentano una sostanziale stabilità nella formazione dei risultati economici. Essi sono caratterizzati da un modello di *business* ben strutturato e consolidato focalizzato sul *debt servicing* e, di conseguenza, la loro redditività deriva esclusivamente dal comparto commissionale. La maggior parte degli intermediari-*servicer* denota tuttavia indici di composizione dei risultati reddituali che variano anche considerevolmente nel corso degli anni. La possibilità di diversificare le fonti di ricavo e incrementare le *performance* reddituali ha portato gli intermediari-*servicer* ad aggredire mercati in cui precedentemente non erano

presenti. Dall'analisi reddituale di tali operatori si è rilevato inoltre come tale *sub*-settore generi valore per gli azionisti. Valore di gran lunga superiore rispetto a quanto generato dal sistema bancario che risulta essere tuttavia l'artefice di tali risultati attraverso la sottoscrizione di mandati di *servicing* a favore degli intermediari-*servicer* o la cessione agli stessi o a investitori internazionali – che delegano successivamente a tali operatori l'attività di gestione e recupero – di portafogli di crediti deteriorati.

Dall'analisi di bilancio è evidente quindi come gli intermediari-*servicer leader* presenti sul mercato NPL da diversi anni riescano ad evidenziare risultati tendenziali nel tempo. La dimensione e l'esperienza degli intermediari-*servicer* è pertanto un fattore chiave da considerare quando si analizzano i vari modelli di *business*. Un intermediario-*servicer* che presenta elevati livelli di *assets under management* e un *track record* di transazioni, anche complesse, concluse nel corso degli ultimi anni sul mercato NPL, trae benefici in termini concorrenziali rispetto agli altri operatori. Non esiste pertanto un modello "perfetto" con cui operare all'interno del mercato dei crediti deteriorati. Nel caso di una riduzione delle opportunità di *business* per effetto sia di evoluzioni del contesto macroeconomico sia di dinamiche di mercato, ogni intermediario-*servicer*, se non caratterizzato da una *leadership* riconosciuta dall'ambiente bancario e finanziario, necessiterà di modificare velocemente nel tempo le proprie strategie operative. Al fine di consolidare il settore, efficientare i processi di recupero e stabilizzare le *performance* reddituali sarà pertanto necessario procedere a una integrazione tra i vari intermediari-*servicer* con l'obiettivo di costituire grandi operatori contraddistinti da significative capacità di investimento in grado di smaltire sia lo *stock* ancora in essere sia i nuovi flussi di crediti deteriorati che deriveranno dalla crisi economica scaturita dall'emergenza sanitaria COVID-19. Lo scopo di efficientare i processi di recupero richiederà interventi sia per l'industria del *servicing* (in termini di investimenti, modelli organizzativi e formazione) sia per il sistema giudiziario (in termini di riduzione delle tempistiche delle procedure di recupero). La stabilizzazione delle *performance* reddituali potrà invece emergere da masse gestite più elevate e più continue nel tempo con la possibilità di sfruttare al meglio le economie di scala che deriveranno dalle integrazioni.

BIBLIOGRAFIA

Accornero M., Alessandri P., Carpinelli L., Sorrentino A. M. (2017), "Non-performing loans and the supply of bank credit: evidence from Italy". *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (No. 374)*, marzo.

Aiyar S., Bergthaler W., Garrido J. M., Ilyina A., Jobst A., Kang K., Kovtun D., Liu Y., Monaghan D., Moretti M. (2015), "A Strategy for Resolving Europe's Problem Loans", *International Monetary Fund, Staff Discussion Note (No. 15/19)*, settembre.

Albamonte D. (2017). "Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti", *Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 10/2017)*, luglio.

Albareto G., Finaldi Russo P. (2012), "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi", *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (No. 127)*, luglio.

Albertazzi U., Ropele T., Sene G., Signoretti F. M. (2012), "The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks", *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (No. 133)*, settembre.

Altman E., Brooks B., Resti A., Sironi A. (2005), "The link between default and recovery rates: Theory, empirical evidence, and implications", *The Journal of Business*, n. 6.

Angelini P. (2018), "I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema", *Banca d'Italia, Relazione al Convegno Npls: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori, organizzato da Rivista bancaria Minerva bancaria*, Roma, 9 ottobre.

- (2018), "Do high levels of Npls impair banks' credit allocation?", *Banca d'Italia, Notes on Financial Stability and Supervision, (No. 12)*, aprile.

- (2019), "La nuova regolamentazione sugli NPLs e il nuovo Codice delle crisi d'impresa", *Banca d'Italia, Appunti per gli interventi al Convegno Le opportunità del debitore in crisi,* Mantova, 12 ottobre, *e al seminario Crediti bancari deteriorati. Il compito del legislatore per un recupero tempestivo, promosso da Arel*, Roma, 21 ottobre.

Balgova M., Nies M, Plekhanov A. (2016), “The economic impact of reducing non-performing loans”, *European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 193*, ottobre.

Banca d’Italia (2005), “Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione”, Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005 e successivi aggiornamenti.

- (2008), “Vigilanza bancaria e finanziaria, Matrice dei conti”, Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 e successivi aggiornamenti.

- (2013), “La recente analisi dei prestiti deteriorati condotta dalla Banca d’Italia: principali caratteristiche e risultati”, luglio.

- (2013), “Disposizioni di vigilanza per le banche”, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 e successivi aggiornamenti.

- (2015), “Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari”, Circolare n. 288 del 3 aprile 2015 e successivi aggiornamenti.

- (2016), “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche”, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2016 e successivi aggiornamenti.

- (2018), “Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione dei crediti deteriorati”, gennaio.

- (2018), “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 1/2018, 27 aprile.

- (2018), “Il bilancio degli intermediari Ifrs diversi dagli intermediari bancari”, disposizioni del 30 novembre 2018.

- (2018), “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 2/2018, 23 novembre.

- (2019), “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 1/2019, 3 maggio.

- (2019), “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 2/2019, 22 novembre.

- (2020), “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, n. 1/2020, 30 aprile.

Banca d’Italia, Consob ed Ivass (2020), “Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita pro-soluto di crediti unlikely to pay (“UTP”) in cambio di quote di fondi di investimento”,

Documento Banca d'Italia/Consob/Ivass n. 8, Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Ivass in materia di applicazione degli IAS/IFRS, aprile.

Barisitz S. (2011). "Nonperforming Loans in CESEE - What Do They Comprise", *Focus on European Economic Integration Q4,* pp. 46-68.

- (2013), "Nonperforming Loans in CESEE - An Even Deeper Definitional Comparison", *Focus on European Economic Integration Q3,* pp. 64-81.

- (2013), "Nonperforming Loans in Western Europe - A Selective Comparison of Countries and National Definitions", *Focus on European Economic Integration Q1*.

Beccalli E. (2019), "I crediti deteriorati del settore bancario", *Bancaria,* n. 11/2019, pp. 12-23.

Beck R., Jakubík P., Piloiu A. (2013). "Non-Performing Loans: What Matters in Addition to the Economic Cycle?", *No. 1515, European Central Bank*.

Benzi S., Penza P. (2013), "I crediti deteriorati in Europa: un'analisi comparata di regole e prassi", *Bancaria, n. 9/2013*, pp. 2-16.

Berger A. N., DeYoung R. (1997), "Problem loans and cost efficiency in commercial banks", *Journal of Banking & Finance*, 21(6).

Betz J., Kellner R., Rösch D. (2018), "Systematic Effects among Loss Given Defaults and their Implications on Downturn Estimation", *European Journal of Operational Research*, n. 3.

Bofondi M., Ropele T. (2011), "Macroeconomic determinants of bad loans: evidence from Italian banks", *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (No. 89)*, marzo.

Bolognesi E., Compagno C., Galdiolo M., Miani S. (2017), "La gestione dei crediti deteriorati: un confronto tra cessione e cartolarizzazione del portafoglio", *Bancaria,* n. 2/2017, pp. 40-50.

Boudriga A., Boulila N., Jellouli S. (2009), "Does bank supervision impact nonperforming loans: cross-country determinants using agregate data?", *No. 18068, University Library of Munich*, Germany.

Brodi E., Giacomelli S., Guida I., Marcucci M., Pischedda A., Profeta V., Santini G. (2016), "Nuove misure per velocizzare il recupero dei crediti: una prima analisi del D.L. 59/2016", *Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 4/2016)*, agosto.

Bussoli C., Caputo V., Conte D. (2020), "Le determinanti degli Npl in Europa: una analisi di moderazione", *Bancaria,* n. 1/2020, pp. 22-43.

Cangeri M., Lanotte M., Della Corte G., Rinna G. (2017), "Why exceptional NPLs sales should not affect the estimated LGDs of A-IRB banks", *Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 6/2017)*, gennaio.

Caselli S., Gatti S., Querci F. (2008), "The sensitivity of the loss given default rate to systematic risk: New empirical evidence on bank loans", *Journal of Financial Services Research, 34(1)*, pp. 1-34.

Cesarini F. (2019), "Le Conseguenze economiche e strutturali delle cessioni massive di crediti deteriorati: alcune riflessioni", *Bancaria,* n. 11/2019, pp. 6-11.

Chiorazzo V., Masala F., Morelli P. (2014), "Le determinanti bank-specific del deterioramento del credito: evidenze da un nuovo e più ampio indicatore di rischio", *Bancaria,* n. 5/2014, pp. 23-49.

Ciavoliello L. G., Ciocchetta F., Conti F. M., Guida I., Rendina A., Santini G. (2016), "Quanto valgono i crediti deteriorati?", *Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 3/2016)*, aprile.

Ciocchetta F., Conti F. M., De Luca R., Guida I., Rendina A., Santini G. (2017), "I tasso di recupero delle sofferenze", *Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 7/2017)*, gennaio.

Constâncio V. (2017), "Resolving Europe's Npl Burden: Challenges and Benefits", *keynote speech at "Tackling Europe's non-performing loans crisis: restructuring debt, reviving growth"*.

Conti F. M., Guida I., Rendina A., Santini G. (2017), "I tasso di recupero delle sofferenze nel 2016", *Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 11/2017)*, novembre.

Cosma S., Ferretti R., Gualandri E., Landi A., Venturelli V. (2016), “I modelli di business delle banche: letteratura, nuove regole e implicazioni strategiche”, *Bancaria*, n. 12/2016, pp. 2-23.

Dell’Atti S. (2016), “La riqualificazione del portafoglio prestiti. Il Bad Banking”, *Cacucci Editore*, Bari.

Deloitte (2015), “Deleveraging Europe 2015 H1”, agosto.

- (2016), “Deleveraging Europe 2015-2016”, febbraio.

- (2016), “Deleveraging Europe 2016 H1”, agosto.

- (2017), “Deleveraging Europe 2016-2017”, febbraio.

- (2017), “Deleveraging Europe 2017 H1”, luglio.

- (2018), “Deleveraging Europe 2018 Q3”, novembre.

- (2019), “Deleveraging Europe 2019”, ottobre.

Demertzis M., Lehmann A. (2017), “Tackling Europe’s crisis legacy: a comprehensive strategy for bad loans and debt restructuring”, *Policy Contribution, Issue n° 11, Bluegel*, aprile.

Di Antonio M. (2018), “I modelli di business nel settore bancario: un'analisi da ripensare”, *Bancaria*, n. 1/2018, pp. 16-39.

Enria A. (2019), “La vigilanza bancaria: principi e priorità”, *Bancaria*, n. 2/2019, pp. 2-7.

Ernst & Young (2017), “Navigating the Italian Credit Opportunity”.

- (2019), “The Italian NPEs market”.

Erzegovesi L. (2019), “La risoluzione delle Quattro Banche e i pezzi mancanti dell’Unione bancaria europea”, *Bancaria*, n. 12/2019, pp. 2-21.

European Banking Autority (EBA) (2014), “Final draft Implementing Technical Standards on Supervisory reporting on forbearance and non-performing exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013”, luglio.

- (2014), “Guidelines on the type of tests, review of excercises that may lead to support measures under Article 32(4)(d)(iii) of the Bank Recovery and Resolution Directive”, settembre.

- (2016), “Guidelines on the application of the definition of default under Article 178 of Regulation (EU) No 575/2013”, settembre.

- (2016), “Draft Regulatory Technical Standards on the materiality threshold for credit obligations past due under Article 178 of Regulation (EU) No 575/2013”, settembre.

- (2016), “Report on the dynamics and drivers of non-performing exposures in the EU banking sector”.

- (2018), “Guidelines on management of non-performing and forborne exposures”, ottobre.

- (2018), “Guidelines on disclosure of non-performing and forborne exposures”, dicembre.

- (2019), “Opinion of the European Banking Authority to the European Commission on the Regulatory Treatment of Non-Performing Exposure Securitisations”, ottobre.

- (2019), “Report on Non Performing Loans”.

- (2020), “Guidelines on loan origination and monitoring”, maggio.

European Central Bank (BCE) (2017), “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (Npl)”, marzo.

- (2018), “Addendum alle linee guida della Bce per le banche sui crediti deteriorati (Npl): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate”, marzo.

- (2019), “Comunicazione in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE”, agosto.

European Commission (2009), “Communication from the Commission on the treatment of impaired assets in the Community banking sector”, (2009/C 72/01), marzo.

- (2013), “Communication from the Commission on the application, from 1 August 2013, of State aid rules to support measures in favour of banks in the context of the financial crisis (“Banking Communication”)”, (2013/C 216/01), luglio.

- (2017), “Commission Delegated Regulation (EU) 2018/171 of 19 October 2017 on supplementing Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the materiality threshold for credit obligations past due”, ottobre.

- (2018), “First Progress Report on the Reduction of Non-Performing Loans (Npls)”, *Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, Bruxelles.

- (2018), “Second Progress Report on the Reduction of Non-Performing Loans (Npls)”, *Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, Bruxelles.

- (2019), The 2019 Eu Justice Scoreboard, Bruxelles, 26 aprile.

- (2020), The 2020 Eu Justice Scoreboard, Bruxelles, 10 luglio.

Fischetto A. L., Guida I., Rendina A., Santini G., Scotto di Carlo M. (2018), “I tassi di recupero delle sofferenze nel 2017”, *Banca d’Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 13/2018)*, dicembre.

- (2019), “I tassi di recupero delle sofferenze nel 2018”, *Banca d’Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 18/2019)*, dicembre.

Franks J. R., Sussman O. (2005), “Financial distress and bank restructuring of small to medium size U.K. Companies”, *The Review of Finance*, n. 9.

Gandrud C., Hallerberg M. (2014), “Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules”, *Working Paper 2014/15*, Bruegel, dicembre.

Ginevra E., Schettini N., Consoli G., Sardo S. (2019), “La futura evoluzione degli Npl in Italia: una proposta per gli Utp a sostegno delle imprese”, *Bancaria*, n. 5/2019, pp. 53-69.

Gürtler M., Hibbeln M. (2013), “Improvements in loss given default forecasts for bank loans”, *Journal of Banking & Finance*, n. 37.

Haben P., Quagliariello M. (2017), “Why the EU needs an asset management company”, *Central Banking*, febbraio.

Jakubík P., Reininger T. (2014), “What are the Key Determinants of Nonperforming Loans in CESEE?”, *Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies, Working Paper No. 26/2014*.

Jassaud N., Kang K. (2015), “A Strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy”, *International Monetary Fund, Working Paper (No. 15/24)*, febbraio.

Khieu H., Mullineaux D., Yi H. (2012), “The determinants of bank loan recovery rates”, *Journal of Banking and Finance*, n. 36.

Klein N. (2013), “Non-Performing Loans in Cesee: Determinants and Impact on Macroeconomic Performance”, *No. 13-72, International Monetary Fund*.

La Torre M., Vento G., Chiappini H., Lia G. (2019), “Cessione degli Npl e reazione dei mercati: c’è un vuoto a perdere”, *Bancaria*, n. 3/2019, pp. 30-46.

Lehmann A. (2017), “Carving out legacy asstes: a successful tool for bank restructuring?”, *European Parliament*, marzo.

Louzis D. P., Vouldis A. T., Metaxas V. L. (2011), “Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: a comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios”, *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp. 1012-1027.

Makri V., Tsagkanos A., Bellas A. (2014), “Determinants of non-performing loans: The case of Eurozone”. *Panoeconomicus*, 61(2), 193.

Malinconico A. (2015), “La gestione dei crediti deteriorati: l’esigenza di una rifondazione e l’utilizzo di nuovi metodi e informazioni”, *Bancaria*, n. 9/2015, pp. 73-83.

- (2020), “Il ruolo dei credit servicer nel mercato creditizio italiano: operatività, sviluppo e prospettive”, *Studi in Onore di Antonio Dell’Atti*, a cura di S. Dell’Atti, Giuffrè.

- (2020), “Npl: scenari e prospettive post Covid-19”, *Bancaria*, n. 5/2020, pp. 20-28.

Malinconico A., Di Cerbo A. (2018), “La cessione dei NPL: ostacoli e proposte per lo sviluppo del mercato europeo”, *IPE Working Paper*, N. 17.

Malinconico A., Parente F. (2017), “Dalla gestione in outsourcing alla cessione dei Npls: opzioni strategiche e Linee guida della Bce”, *Bancaria*, n. 5/2017, pp. 64-76.

Marcucci M., Pischedda A., Profeta V. (2015), “The changes of the Italian insolvency and foreclosure regulation adopted in 2015”, *Banca d’Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza (N. 2/2015)*, novembre.

Mattarocci G., D’Antrassi L., Totoni M. (2020), “Fondi di Investimento Alternativi e gestione dei crediti deteriorati”, *Bancaria*, n. 2/2020, pp. 50-61.

Medina Cas S., Peres I. (2016), “What makes a good ‘bad bank’: The Irish, Spanish and German Experience”, *European Commission, European Economy, Discussion Paper 036*, settembre.

Messai A. S., Jouini F. (2013), “Micro and macro determinants of non-performing loans”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 3, No. 4, pp. 852-860.

Mohaddes K., Raissi M., Weber A. (2017), “Can Italy Grow Out of Its Npl Overhang? A Panel Threshold Analysis”, *No. 17/66, International Monetary Fund*.

Montanaro E. (2019), “Non-Performing Loans and the EU Legal Framework”, *Chiti M., Santoro V. (eds), The Palgrave Handbook of the European Banking Union Law, Palgrave Mcmillan*, chap. 8.

Nkusu M.M. (2011), “Nonperforming Loans and Macrofinancial Vulnerabilities in Advanced Economies”, *No. 11-161, International Monetary Fund*.

Parlamento Europeo (2017), “Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 aprile 2017 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012”, dicembre.

- (2019), “Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate”, aprile.

Pellegatta A. (2014), “Ristrutturazione del debito e crediti deteriorati: situazione attuale e prospettive per le banche”, *Bancaria*, n. 11/2014, pp. 40-47.

PricewaterhouseCoopers (2015), “The Italian NPL market – time for deleveraging”, gennaio.

- (2015), “The Italian NPL market – towards NPL market renaissance”, giugno.

- (2015), “The Italian NPL market – a sparkling H1-2015”, novembre.

- (2016), “The Italian NPL market – the NPL volcano is ready to erupt”, giugno.

- (2016), “The Italian NPL market – positive vibes”, dicembre.

- (2017), “The Italian NPL market – the place to be”, luglio.

- (2017), “The Italian NPL market – ready for the breakthrough”, dicembre.

- (2018), “The Italian NPL market – what's next…?!”, giugno.

- (2018), “The Italian NPL market – entering a new era”, dicembre.

- (2019), “Calendar Provisioning: quali sfide da affrontare?”, giugno.

- (2019), “The Italian NPL market – assembling the puzzle”, luglio.

- (2019), “The Italian NPL market – another brick in the wall”, dicembre.

- (2020), “The Italian NPL market – ready to face the crisis”, giugno.

Quagliariello M. (2007), “Bank’s riskiness over the business cycle: A panel analysis on Italian intermediaries”, *Banca d'Italia, Working Paper No. 599*, marzo.

- (2013), “Dall’analisi della qualità degli attivi allo stress test europeo”, *Bancaria*, n. 9/2013, pp. 17-23.

Rafaniello A., Sala G. B., Scotto di Carlo M. (2017), “Progetto FINO: definizione del framework per l’interpretazione dei prezzi di mercato e analisi delle principali determinanti”, Banca d’Italia, *Note di stabilità finanziaria e di vigilanza (N. 9/2017)*, giugno.

Resti A. (2019), “Non-Performing Loans in the European Union. State of the Art and Possible Policy Tools”, *Banca Impresa Società*, 1/19, pp. 49-78.

Tanaskovic S., Jandrić M. (2015), “Macroeconomic and Institutional Determinants of Non-performing Loans”, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 1, pp. 47-62.

Trocino A. (2016), “Modelli di business: una verifica empirica sulle banche italiane con la Big Data Analytics”, *Bancaria*, n. 3/2016, pp. 44-58.

Tutino F., Birindelli G., Ferretti P. (2011), “Basilea 3. Gli impatti sulle banche”, Egea, Milano, pp. 361-394.

Tutino F., Nicastro R. (2011), “La redditività delle banche italiane: strategie di miglioramento, modelli di intermediazione, vincoli”, *Bancaria*, n. 9/2011, pp. 1-18.

Tutino F., Tutino M. (2020), “Mercato secondario degli Npl, intermediari, servicer e banche: verso quali equilibri di sistema?”, *Bancaria*, n. 4/2020, pp. 24-38.

Tutino F. (2012), “La gestione della liquidità nella banca”, Il Mulino, Bologna.

- (2015), “La Banca. Economia, finanza, gestione”, Il Mulino, Bologna.

- (2019), “Il nuovo bilancio delle banche”, Bancaria Editrice, Roma, (in collaborazione con Giorgio Carlo Brugnoni e Maria Giovanna Siena).

Tutino M. (2017), “Bilancio e nuovi Oic”, Kluver, Collana del Dipartimento di Studi Aziendali, Università Roma Tre.

Vacca C., Sibilio N. I., Cusmano L., Soprani P. (2016), “I modelli di business bancari: analisi e prospettive evolutive”, *Bancaria*, n. 4/2016, pp. 48-64.

Vella F. (2017), “Banche italiane e crediti deteriorati. Alla ricerca di soluzioni efficienti e orientate alla crescita”, *Bancaria*, n. 5/2017, pp. 2-12.