

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Classe LM-31 | Percorso Finanza

Il mercato delle Non-Performing Exposures:  
contestualizzazione settoriale e analisi delle operazioni  
tra intermediari finanziari



Relatore:

Prof. Luigi Buzzacchi

Candidato:

Jacopo Giovo

Anno Accademico 2021/2022



*Alla mia famiglia e a tutti i miei cari,  
Alle esperienze vissute in questi anni,  
Al team Special Projects.*

## Abstract

Il presente elaborato ha la finalità di valutare l'evoluzione del contesto di mercato delle *Non Performing Exposure (NPE)* osservata nel corso degli ultimi anni nel nostro Paese, e di analizzare come le principali manifestazioni di interazione strategica (quali fusioni, acquisizioni e altre operazioni di natura straordinaria) tra intermediari finanziari operanti nel panorama italiano abbiano portato alla ridefinizione di assetto e perimetro del settore.

Nella seguente trattazione verranno in primo luogo identificate le fondamentali normative su cui sono state definite le *NPE*, attraverso una breve sintesi dei principali testi regolamentari di riferimento, quali lo *standard* contabile *IFRS9*, l'insieme di norme europee facente capo alla denominazione di "*Calendar Provisioning*" e la nuova *Definizione di Default*, introdotta dall'*European Banking Authority (EBA)* nel 2021.

In seguito alla prima *overview* del contesto normativo sarà osservata l'evoluzione del mercato delle *Non Performing Exposure* nel periodo recente, tramite una contestualizzazione e quantificazione del processo di sviluppo del complessivo giro di affari; nel secondo capitolo dell'elaborato, al fine di comprendere le dinamiche del mercato, verranno dunque analizzati gli intermediari finanziari di rilievo operanti nello stesso e sarà definito l'ambito di applicazione dei principali strumenti finanziari, quali cartolarizzazioni e strumenti di garanzia statali, impiegati da enti nell'operatività ordinaria e straordinaria del *business*.

Avendo dunque determinato tutti gli strumenti necessari a una adeguata comprensione della gestione delle *NPE*, la trattazione perseguirà la finalità di individuare le principali manifestazioni di interazione tra maggiori investitori e intermediari finanziari, e di osservare come le stesse manifestazioni portino a variazioni significative nelle *performance* economiche; a tale fine verranno presentati due *Case Study* esplicativi basati sull'analisi di rilevanti *player* attivi nel mercato.

Alla luce delle evidenze strutturali e quantitative riscontrate, saranno infine effettuate considerazioni *forward looking* in merito alla possibile evoluzione del *business* e degli operatori attivi nello stesso.

# Sommario

<b>1. Il mercato delle Non Performing Exposures</b>	<b>11</b>
1.1 <i>Introduzione generale alle NPE</i>	11
1.1.1 <i>Il rischio di credito</i>	11
1.1.2 <i>Le implicazioni del rating sugli intermediari</i>	12
1.1.3 <i>Ambito di applicazione dei rating esterni</i>	14
1.1.4 <i>Ambito di applicazione dei rating interni</i>	16
1.1.5 <i>Contestualizzazione delle NPE</i>	18
1.1.6 <i>Il ruolo delle garanzie</i>	20
1.2 <i>Landscape normativo</i>	21
1.2.1 <i>Calendar Provisioning</i>	222
1.2.2 <i>IFRS9</i>	26
1.2.3 <i>La nuova Definizione di Default</i>	28
1.3 <i>Evoluzione del mercato NPE negli ultimi anni</i>	30
<b>2. Strumenti e principali attori del mercato NPE</b>	<b>37</b>
2.1 <i>Asset quality delle banche italiane</i>	37
2.2 <i>Cartolarizzazioni</i>	45
2.2.1 <i>Cartolarizzazioni tradizionali</i>	46
2.2.2 <i>Cartolarizzazioni sintetiche</i>	51
2.3 <i>Servicing</i>	52
2.3.1 <i>Orizzonte operativo e principali categorie</i>	52
2.3.2 <i>Overview del mercato del servicing</i>	54
2.3.3 <i>Le linee guida del Supervisor</i>	60
2.4 <i>Il trattamento GACS</i>	64
2.4.1 <i>Origine e impiego degli strumenti di garanzia statali</i>	64
2.4.2 <i>Track record delle operazioni GACS</i>	67
<b>3. Evoluzione e tendenze del mercato</b>	<b>71</b>
3.1 <i>Case Study 1: DoValue</i>	71
3.1.1 <i>Attuale struttura del gruppo</i>	71
3.1.2 <i>Overview delle principali operazioni compiute</i>	72
3.1.3 <i>Dettaglio delle performance per i tre anni in analisi</i>	75
3.2 <i>Case Study 2: Gardant e Credito Fondiario</i>	84

<i>3.2.1 Origine e assetto del gruppo Gardant</i>	84
<i>3.2.2 Le performance di Credito Fondiario pre-scissione</i>	85
<i>3.2.3 Messa a terra dell'operazione di scissione</i>	88
<i>3.2.4 Le prestazioni di Gardant e CF+ a oggi</i>	89
<i>3.3 Confronto tra Case Study in analisi</i>	94
<b>4. Conclusioni</b>	96
<b>5. Bibliografia e sitografia</b>	97
<i>5.1 Bibliografia</i>	97
<i>5.2 Sitografia</i>	97



## *Elenco degli Acronimi*

ABI - Associazione Bancaria Italiana;

ABS - *Asset Backed Security*;

AIFIRM - Associazione Italiana *Financial Industry Risk Managers*;

AuM - *Asset under Management*;

BCE - Banca Centrale Europea;

BEI - Banca Europea per gli Investimenti;

BoP - *Beginning of Period*;

BRI - Banca dei Regolamenti Internazionali;

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*;

CBVB - Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria;

CCF - *Credit Conversion Factor*;

CEO - *Chief Executive Officer*;

CET1 - *Common Equity Tier 1*;

CP - *Calendar Provisioning*;

CQS - *Credit Quality Step*;

CRM - *Credit Risk Mitigation*;

CRR - *Capital Requirement Regulation*;

DoD - *Definition of Default*;

DTA - *Deferred Tax Asset*;

EAD - *Exposure At Default*;

EBA - *European Banking Authority*;

EBITDA - *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*;

ECAI - *External Credit Assessment Institution*;

EoP - *End of Period*;

ESMA - *European Security and Market Authority*;

GACS - Garanzie per le Cartolarizzazioni di Sofferenze;

GBV - *Gross Book Value*;

GDP - *Gross Disposal Proceeds*;

IASB - *Internal Accounting Standard Board*;  
IFRS - *International Financial Reporting Standard*;  
IPO - *Initial Public Offering*;  
IRB - *Internal Rating Based*;  
ITS - *Implementing Technical Standard*;  
KFI - *Key Financial Indicator*;  
LGD - *Loss Given Default*;  
MA - *Maturity*;  
MEF - *Ministero dell'Economia e Finanze*;  
N3A - *Neural Tool Real Estate Assessment*;  
NGEU - *Next Generation EU*;  
NPE - *Non Performing Exposure*;  
NPL - *Non Performing Loans*;  
PD - *Past Due*;  
PoD - *Probability of Default*;  
PwC - *Pricewaterhouse Coopers*;  
QFP - *Quadro Finanziario Pluriennale*;  
RAF - *Risk Appetite Framework*;  
ROE - *Return on Equity*;  
RTS - *Regulatory Technical Standard*;  
RW - *Risk Weight*;  
RWA - *Risk Weighted Asset*;  
SGR - *Società di Gestione del Risparmio*;  
SPV - *Special Purpose Vehicle*;  
SREP - *Supervisory Review and Evaluating Process*;  
TUB - *Testo Unico Bancario*;  
TULPS - *Testo Unico per le Leggi sulla Pubblica Sicurezza*;  
UE - *Unione Europea*;  
UTP - *Unlikely To Pay*;



# *1. Il mercato delle Non Performing Exposures*

## *1.1 Introduzione generale alle NPE*

Le *Non Performing Exposures (NPE)* rientrano semanticamente nell'esercizio dell'attività creditizia compiuta da intermediari finanziari; per avere dunque una adeguata comprensione delle peculiarità e delle dinamiche principali inerenti all'oggetto della seguente trattazione occorre prima definire le fondamenta strutturali e regolamentari sottostanti.

### *1.1.1 Il rischio di credito*

L'attività creditizia, ovvero il processo di erogazione di crediti e varie forme di finanziamento per il conseguimento di profitti futuri (tramite la maturazione di interessi generati sull'ammontare di capitale stanziato), espone la banca al rischio di credito, definito nel glossario di Borsa Italiana<sup>1</sup> come il rischio per il quale il debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di rimborso del capitale e/o del pagamento degli interessi.

Il rischio di credito è una componente intrinseca in tutte le attività di prestito e, come tale, influenza le scelte di investimento e di allocazione del capitale di banche, investitori e altri intermediari finanziari; tale tipologia di rischio è influenzata sia dal ciclo economico, sia da eventi legati al debitore (si parla, in questo caso, di *rischio specifico*), e, generalmente, si riduce nei periodi di espansione economica, mentre aumenta in quelli di recessione.

Tanto maggiore è il rischio di credito, tanto più elevato sarà il tasso di interesse richiesto dal finanziatore come compenso per la maggiore esposizione al rischio stesso: le obbligazioni di società ritenute più rischiose dal punto di vista della solvibilità, e, di conseguenza, a cui è associato un *rating* (ovvero la quantificazione del

---

<sup>1</sup> Una tra le principali borse europee; nata nel 1998, Borsa Italiana è una società privata che gestisce e vigila sul corretto funzionamento del mercato finanziario italiano, dove vengono scambiati e negoziati ogni giorno gli strumenti finanziari tramite un sistema di negoziazione completamente elettronico;

livello di merito creditizio effettuata sul contraente dell'obbligazione) basso, sono infatti quelle che offrono remunerazione potenziale maggiore, in relazione al legame intrinseco tra rischio e rendimento, modellizzato e definito formalmente nel *Capital Asset Pricing Model*<sup>2</sup> (CAPM), uno dei principali modelli unifattoriali di equilibrio dei mercati finanziari, che permette di individuare il rendimento di equilibrio che ciascun titolo dovrebbe restituire in ragione del suo grado di rischio.

In relazione a ciò, le banche si cautelano dal rischio di credito attraverso una precisa valutazione della solvibilità e dell'affidabilità di chi richiede un prestito, oppure concedendo prestiti assistiti da garanzie, come presentato in *Sezione 1.1.5*.

In caso di aumento del rischio di credito, le agenzie di *rating* certificano tale peggioramento tramite il c.d. *downgrading*, ovvero il processo per cui gli enti praticanti l'attività valutativa provvedono a effettuare una riduzione del *rating* precedentemente attribuito.

### ***1.1.2 Le implicazioni del rating sugli intermediari***

La valutazione del merito creditizio del contraente è uno degli aspetti cardine nel mondo dell'attività finanziaria, in quanto il *rating*, oltre a fornire indicazioni inerenti alla capacità di rimborso del finanziamento della controparte, ha un impatto diretto per quanto concerne la quantificazione del *capital requirement* che l'intermediario finanziario deve rispettare per poter esercitare la propria attività, garantendo livelli adeguati di stabilità e sicurezza patrimoniali.

Con riferimento al *capital requirement*, si intende l'insieme di vincoli relativi al capitale prudenziale che l'intermediario deve detenere a fronte della propria operatività, la cui mancata osservanza autorizza le autorità di vigilanza all'intervento, tramite sanzioni o provvedimenti coattivi per il ripristino delle condizioni previste. In particolare, i requisiti di capitale si riferiscono alle condizioni concernenti la struttura del bilancio di

---

<sup>2</sup> Modello atto alla determinazione del tasso di rendimento degli asset nel mercato finanziario, proposto per la prima volta da William Sharpe nel 1964;

banche e società finanziarie soggette a vigilanza elaborate dal *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)*.

Il Comitato di Basilea è stato fondato alla fine del 1974 in seno alla *Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)* di Basilea, ed è composto dai rappresentanti delle banche centrali e dalle autorità di vigilanza bancaria di 27 paesi; il Comitato è l'organo centrale per il coordinamento internazionale della regolamentazione bancaria, funge da piattaforma di scambio per la cooperazione su questioni inerenti alla vigilanza bancaria e il suo mandato consiste nell'esercitare la vigilanza stessa, promuovendo in tal modo la stabilità finanziaria.

L'obiettivo di una maggiore stabilità del sistema finanziario globale viene perseguito mediante un sistema "a tre pilastri" (c.d. *Pillar 1, 2, 3*): il primo pilastro definisce i fondi propri computabili e gli approcci utili alla determinazione dei livelli minimi di capitale per quanto concerne i rischi intrinsecamente legati all'attuazione dell'attività creditizia (tra cui, come indicato, il rischio di credito, oltre al rischio operativo e di mercato); il secondo pilastro contempla il processo di sorveglianza della dotazione di fondi propri e della gestione del rischio, mentre nel terzo pilastro vengono definiti gli obblighi di *disclosure* dei vari enti.

In termini strutturali, i requisiti di fondi propri che un ente deve soddisfare si basano sul concetto di *Risk Weighted Asset (RWA)*, cioè l'ammontare delle attività gestite dall'ente stesso con una ponderazione per il grado di rischio di ciascuna delle stesse; l'*RWA* rappresenta dunque un dimensionamento dell'estensione del *business* dell'intermediario finanziario e una sintesi della propria esposizione al rischio.

I livelli minimi di *capital requirement*, come osservato, vengono identificati nel primo pilastro, e sono quantificati tramite proporzioni fisse rispetto all'*RWA* (i.e. l'ammontare di fondi propri minimi dell'ente deve essere almeno pari all'8%, ma a tale soglia vanno aggregati anche altri requisiti prudenziali presenti nel secondo pilastro e definiti puntualmente per ogni ente dalla autorità di vigilanza di riferimento, oltre a altri eventuali *buffer* anticiclici e vincoli quantitativi specifici atti a consolidare i presidi di stabilità, definiti in base a natura e dimensione dell'intermediario stesso).

In tale ottica per un ente risulta dunque fondamentale il costante monitoraggio della composizione e allocazione dei propri impieghi in relazione ai propri obiettivi di *business* e strategici: se da un lato le esposizioni verso controparti più rischiose

portano potenzialmente a una espansione del margine di intermediazione e all'applicazione di tassi di interessi maggiori, dall'altro lato aumentano di conseguenza i livelli di requisiti di capitale prudenziale, con relativa contrazione del rendimento del capitale stesso.

Nella ricerca del *trade-off* ottimale valutato all'interno di tale contesto, il *rating* risulta dunque uno strumento di fondamentale rilevanza nel perseguimento della linea strategica definita dall'ente; la stima del merito creditizio può essere effettuata da agenzie specializzate nell'attività valutativa (i.e. agenzie di *rating*), o può essere compiuta internamente direttamente dall'intermediario erogante il finanziamento.

### *1.1.3 Ambito di applicazione dei rating esterni*

Nel processo di valutazione del merito creditizio alla controparte, le agenzie di *rating*, definite come *External Credit Assessment Institution (ECAI)*, al fine di poter operare devono essere autorizzate dalla Banca d'Italia e devono soddisfare requisiti previsti dalla normativa vigente; a livello generale, l'attribuzione del *rating* si basa sull'analisi di parametri quali la situazione finanziaria del soggetto in corso di valutazione, il generico contesto economico del Paese in cui esso opera, il settore di attività di appartenenza e il posizionamento rispetto a requisiti di efficienza e competitività dettati dal mercato.

Il *rating ECAI* è impiegato dalle istituzioni finanziarie che a fini di vigilanza quantificano i requisiti di capitale prudenziale relativi al rischio di credito tramite il c.d. *metodo standardizzato* (o *standardised approach*), di struttura e modalità di impiego differenti rispetto ai modelli *Internal Rating Based (IRB)* (cfr. Sezione 1.1.4).

In accordo con quanto indicato da "Milano Finanza"<sup>3</sup>, prima del 2009 le agenzie di *rating* venivano riconosciute e validate su base nazionale dalle Banche Centrali, e l'ottenimento della qualifica di *ECAI* risultava un processo burocratico più lungo e articolato; dal 2009 tale modalità è stata progressivamente sostituita con la procedura

---

<sup>3</sup> Editoriale economico-finanziario nato nel 1989;

di registrazione a validità europea effettuata dalla *European Security and Market Authority (ESMA)*, autorità istituita nel 2011 e responsabile per il riconoscimento e la vigilanza delle agenzie; tale riconoscimento consente l'attribuzione dei *rating* da parte delle singole *ECAI*.

Con riferimento alle modalità applicative fornite in merito dalla *Banca Centrale Europea (BCE)* e dall'*EBA*, il *metodo standardizzato* consiste dunque nell'applicazione di determinati fattori di ponderazione del rischio, o *Risk Weight (RW)*, definiti come *standard* dall'autorità di vigilanza; il ricongiungimento tra valutazione del merito creditizio attribuita alla controparte e la relativa ponderazione è possibile tramite l'applicazione del *mapping*, ovvero il processo che permette l'allineamento dei *rating ECAI* con i *Credit Quality Step (CQS)*, numeri interi che hanno l'obiettivo di dare una informazione sintetica in merito all'affidabilità creditizia: all'aumentare del CQS aumenta il rischio di credito associato all'esposizione verso la controparte) definiti a livello regolamentare nella *Capital Requirements Regulation (CRR)*, a cui è associata la rispettiva ponderazione.

Figura 1 - Esempio di attribuzione del RW al rispettivo CQS  
[fonte: CRR/III (articolo 122)]

Credit quality Step	1	2	3	4	5
Risk Weight	20 %	50 %	75 %	100 %	150 %

Analizzando più nel dettaglio il processo di definizione del *rating* per la controparte oggetto di analisi, in accordo con quanto indicato dall'*Associazione Bancaria Italiana (ABI)*<sup>4</sup>, l'ente valutatore utilizza informazioni quantitative e qualitative.

Per quanto concerne le prime, le informazioni necessarie nel processo sono di tipo oggettivo, e si riconducono alla documentazione contabile (consuntiva e prospettica,

<sup>4</sup> Associazione volontaria di banche e intermediari finanziari, senza finalità di lucro e promotrice di un mercato finanziario libero e concorrenziale;

al fine di determinare redditività e struttura finanziaria, tramite l'osservazione di parametri quali grado di indebitamento, livello di liquidità e remunerazione del capitale investito) e ai dati andamentali del rapporto con l'ente erogante e/o con altri intermediari finanziari presenti in sistemi integrati, atti alla raccolta e all'analisi informativa nel perimetro dell'intero settore bancario (e.g. Centrale dei Rischi<sup>5</sup>).

Le informazioni qualitative necessarie all'interno del *flow* analitico si fondano invece su elementi che richiedono una valutazione diretta da parte dell'emittente del *rating*, e comportano un dialogo più approfondito con la controparte; in particolare, tali informazioni vengono rilevate attraverso la compilazione di questionari da parte dell'impresa che vertono principalmente su fonti interne (per l'analisi qualitativa di *governance*, *management* e personale operativo) ed esterne (al fine di una adeguata comprensione dell'*environment* competitivo, in termini di area geografica, mercato e al posizionamento rispetto ai principali *competitors*).

Nel corso dell'*assessment* viene compiuta la c.d. *due diligence*, ovvero il processo di acquisizione delle informazioni necessarie alla valutazione, sulla controparte in analisi, tramite la riesamina dei *set* informativi rilevanti; il processo di *due diligence* si articola generalmente su più fasi consequenziali, anche in relazione alla dimensione dell'entità su cui viene effettuata la valutazione, e comprende attività di carattere legale (e.g. verifica della documentazione), progettuale (e.g. valutazione di tempi e costi necessari alla strutturazione dell'operazione) e economico-finanziario (e.g. la valutazione della consistenza dei dati presenti nelle scritture contabili).

#### ***1.1.4 Ambito di applicazione dei rating interni***

In alternativa al metodo standardizzato, gli intermediari finanziari che rispettano determinati requisiti minimi di natura organizzativa e procedurale, di *disclosure*, e che sono stati autorizzati dal Supervisore nazionale, possono ricorrere alla adozione di

---

<sup>5</sup> Le Centrali Rischi operano per la raccolta informativa in merito all'affidabilità delle imprese nel loro rapporto con l'intero sistema bancario. La più importante Centrale Rischi nel nostro Paese è quella della Banca d'Italia, che riceve e gestisce le segnalazioni sui crediti superiori a 30 mila euro;

metodi interni<sup>6</sup>.

Nei modelli *IRB* le ponderazioni di rischio sono funzione delle valutazioni interne che gli enti effettuano sulle rispettive controparti, a differenza di quanto evidenziato nel metodo standardizzato, in cui, come evidenziato, le stesse ponderazioni dipendono dal *rating* esterno effettuato da entità *ECAI*.

In particolare, come indicato nel documento pubblicato da Banca d'Italia nel luglio 2006 per il primo recepimento dell'impiego di metodi interni definiti dal *CBVB* negli accordi di Basilea II "*Recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale*", i modelli *IRB* si sviluppano su 4 parametri:

- *Probability of default (PoD)* – probabilità che una controparte passi allo stato di *default* nell'orizzonte temporale di un anno; si riferisce al singolo debitore o a *pool* degli stessi;
- *Loss given default (LGD)* – valore atteso del rapporto tra la perdita causata dal potenziale *default* e l'importo dell'esposizione al momento del *default*; nella *LGD* al numeratore sono tenuti in considerazione eventuali flussi in entrata reintegrati, oltre a costi diretti e indiretti relazionati alle operazioni di recupero dei crediti; la grandezza è espressa in termini percentuali;
- *Exposure at default (EAD)* – parametro che esprime una stima della quantificazione effettiva delle attività rischiose al momento del *default*; in caso di garanzie rilasciate e impegni non figuranti in bilancio, si effettua un *adjustment* all'*EAD*, tramite l'applicazione del c.d. *Credit Conversion Factor (CCF)*. Il *CCF* è un termine correttivo che rappresenta il rapporto tra la parte non ancora utilizzata della linea creditizia potenzialmente impiegata al verificarsi del *default* e la parte non ancora utilizzata della stessa linea;
- *Maturity (MA)* – media delle scadenze contrattuali previste per i vari pagamenti con ponderazione per il relativo importo, in una stessa esposizione;

---

<sup>6</sup> Secondo la regolamentazione in essere l'utilizzo tra metodo standardizzato e modelli *IRB* a oggi è alternativo, anche se con il nuovo *framework* normativo (c.d. *Basilea IV*) in vigore a partire dal 2025, è prevista una *parallel run* tra i due metodi per gli enti utilizzanti modelli interni, al fine di allineare i requisiti di capitale con quanto previsto dal c.d. *Output Floor*;

I modelli interni si differenziano in un metodo base (c.d. *Foundation IRB*) e in un metodo avanzato (c.d. *Advanced IRB*), a seconda del numero di parametri stimati internamente dall'ente: nel primo caso l'intermediario modella tramite inferenza statistica solo la *PD*, mentre per gli altri parametri descrittivi sono impiegati i valori standardizzati a livello regolamentare; nel secondo caso anche questi ultimi sono stimati internamente.

Nel processo di *breakdown* finora effettuato sui metodi di quantificazione dei requisiti di capitale prudenziale associati al rischio di credito, risulta chiaro come la condizione di *default* sia uno degli aspetti caratterizzanti e di maggiore rilevanza; per una adeguata comprensione della definizione e dell'ambito di estensione della stessa si rimanda dunque alla *Sezione 1.2.3*.

### **1.1.5 Contestualizzazione delle NPE**

Le *Non Performing Exposure* si inseriscono nel quadro sinora presentato come la manifestazione effettiva del rischio annesso all'esercizio dell'attività creditizia: il credito viene considerato *non performing* quando la controparte, in precedenza finanziata dall'ente erogante, inizia a palesare difficoltà per quanto concerne l'adempimento delle obbligazioni assunte a seguito della stipula del contratto di finanziamento.

La definizione regolamentare di credito *non performing*, in precedenza frammentata e discontinua tra le varie individualità nazionali all'interno dei confini europei, ha assistito a un processo di omogeneizzazione, reso possibile tramite l'applicazione di quanto specificato nel documento *EBA "Implementing Technical Standard" (ITS)* (in precedenza citato, cfr. *Sezione 1.1.3*), pubblicato nel marzo 2013.

In particolare, il recepimento nel nostro Paese delle novità introdotte a livello europeo è avvenuto mediante l'applicazione da parte di Banca d'Italia del 7° *aggiornamento* (gennaio 2015) alla *Circolare n. 272 "Vigilanza bancaria e finanziaria – Matrice dei Conti"* (nella sezione *B.6* del documento), e ha portato all'articolazione della seguente classificazione, rappresentativa di un crescente livello di criticità:

- *Past Due (PD)* – rientrano in tale casistica le esposizioni scadute e/o sconfinanti<sup>7</sup> da oltre 90 giorni e superiori a una determinata soglia di materialità, pari all'1% del totale complessivo dei crediti verso l'ente finanziatore. In caso di esposizioni *Retail*<sup>8</sup> la condizione di *Past Due* non è associata alla linea creditizia, bensì alla controparte (c.d. *pulling effect*<sup>9</sup>); tale aspetto assume notevole rilevanza in considerazione al futuro accesso a nuova finanza da parte del debitore, in quanto lo *status* in questione condiziona significativamente il costo del capitale per un nuovo ente creditizio, che in caso di finanziamento dovrà disporre dei requisiti di capitale adeguati e in linea con quanto specificato negli accordi di Basilea;
- *Unlikely to Pay (UTP)* – sono incluse nella seguente casistica le esposizioni la cui classificazione è derivata dal giudizio dell'ente erogante, in merito all'improbabilità del debitore di adempiere alle proprie obbligazioni contrattuali; tale *status* è determinato dunque unicamente dall'attività valutativa e inferenziale dell'istituto di credito;
- *Non Performing Loans (NPL, anche definiti come Bad Loans o Sofferenze)* – rientrano in tale condizione le esposizioni verso un soggetto in ormai appurato stato di insolvenza, con annessa impossibilità da parte del debitore di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni; è la condizione di maggiore criticità per le esposizioni *non performing*, e orienta le parti coinvolte nella relazione verso un approccio liquidatorio;

In contrapposizione alla condizione di *non performing*, sono definite “*in bonis*” le esposizioni che non presentano segnali di deterioramento e che sono ritenute solvibili dall'intermediario finanziario erogante. Nell'*ITS* viene inoltre specificato l'ambito di applicazione delle concessioni (c.d. *forbearance measures*), ovvero delle fattispecie

---

<sup>7</sup> Secondo la definizione dell'*Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa*, per sconfinamento si intende la condizione per cui il la controparte, titolare di un'apertura di credito, ad esempio in conto corrente, utilizza in via temporanea un importo superiore a quello precedentemente stabilito come ammontare massimo di fido;

<sup>8</sup> In linea con quanto indicato nell'*Articolo 123 della CRR/III*, sono considerate esposizioni *Retail* (o “*al dettaglio*”) le esposizioni verso una o più persone fisiche, o verso piccole e medie imprese (con limite a un limite di un milione di euro, ad esclusione delle esposizioni garantite da immobili residenziali fino al valore dell'immobile);

<sup>9</sup> Il *pulling effect* si riferisce alla fattispecie per cui la totalità dell'esposizione verso una data controparte, e, di conseguenza, la controparte stessa nel suo insieme, viene considerata come deteriorata anche se solo una o alcune delle linee creditizie in essere sono considerate *non performing*;

per cui si verificano modifiche nei termini e nelle condizioni dello *scope* contrattuale precedentemente definito tra le parti coinvolte, per una situazione di potenziale *distress* finanziario del debitore.

Le misure di *forbearance* possono interessare sia esposizioni *performing* (c.d. *forborne performing exposures*), sia esposizioni deteriorate (c.d. *NPE with forbearance measures*) e, seppur non costituiscano una categoria propria nella classificazione individuata, si inseriscono nel quadro presentato come strumento aggiuntivo di valutazione da parte del soggetto finanziatore.

### 1.1.6 *Il ruolo delle garanzie*

Le garanzie vengono impiegate nell'ambito della relazione creditizia come strumento di tutela per l'intermediario finanziario rispetto al rischio di insolvenza della controparte; d'altro canto, per l'utilizzo dell'entità richiedente il finanziamento, la garanzia, al fine di considerare la stessa come ammissibile per la effettiva riduzione del rischio di credito, deve soddisfare un *pool* di criteri di natura sia legale che operativa, come indicato negli Accordi di Basilea.

In tale quadro le garanzie si presentano infatti come una delle possibili tecniche di attenuazione del rischio di credito (o *Credit Risk Mitigation – CRM*), che sono rappresentate da contratti accessori a quello meramente creditizio, e che hanno l'obiettivo di determinare una riduzione significativa del rischio stesso (e di conseguenza dei requisiti patrimoniali ad esso legati); l'adozione di tecniche di *credit risk mitigation* è consentita a tutti gli intermediari finanziari, indipendentemente dalla metodologia di calcolo adottata per la determinazione dei *capital requirement* annessi al rischio di credito, anche se sono presenti alcune differenze legate alla tipologia di strumenti riconosciuti e alla determinazione quantitativa degli impatti di capitale.

In base alla presenza o meno di un collaterale (o di una garanzia di tipo personale ammissibile) nell'esposizione creditizia, questa viene classificata come *secured* (in caso di presenza del collaterale) o *unsecured* (in caso di assenza dello stesso); a seconda della natura dell'esposizione e della garanzia sottostante possono essere

applicati trattamenti metodologici potenzialmente differenti, come nel caso del *Calendar Provisioning*, presentato in *Sezione 1.2.1*. Qualora un'esposizione sia coperta solo parzialmente dalla protezione di credito ammissibile, la stessa viene considerata *secured* solo per la parte coperta, mentre per la quota non coperta il trattamento è il medesimo di un'esposizione *unsecured*.

Inoltre, come indicato nel *Capitolo 7* delle *Guidelines BCE*, nel contesto presentato la adeguata valutazione delle garanzie immobiliari (strumento di *CRM* di maggiore rilievo in termini di volumi totali, v. *Sezione 2.4.2*.) risulta essere uno degli elementi cardine della gestione delle esposizioni *secured*: a riguardo le banche sono tenute a sviluppare una solida politica interna di assicurazione della qualità e delle procedure per la verifica delle valutazioni compiute (sia internamente che esternamente), articolata sul monitoraggio e sulla revisione periodica delle perizie atte alla valutazione.

## *1.2 Landscape normativo*

Al fine di comprendere al meglio come il mercato delle *Non Performing Exposure* si sia evoluto nel corso degli ultimi anni nel nostro Paese, occorre effettuare una riesamina esaustiva delle principali novità apportate al tessuto regolamentare sottostante, in modo poter così identificare gli aspetti salienti e i tratti di maggiore impatto nell'universo dell'attività creditizia.

In particolare, nella seguente sezione sarà presentata una sintesi delle fondamenta normative di riferimento per le esposizioni deteriorate, quali *IFRS9*, *Calendar Provisioning* e la nuova *Definizione di Default*, e ne verranno evidenziati gli aspetti che hanno contribuito alla ridefinizione del perimetro del settore, come osservato nelle analisi quantitative sviluppate nelle *Sezioni 1.3* e *2.2*.

### 1.2.1 *Calendar Provisioning*

Per *Calendar Provisioning* (CP) si intende un insieme di norme di origine europea in materia di vigilanza, introdotte al fine di perseguire il miglioramento qualitativo degli attivi di intermediari finanziari attraverso la riduzione delle esposizioni *non performing* compresi nel bilancio degli stessi enti creditizi, tramite la definizione di un processo progressivo di accantonamento prudenziale.

L'adozione dell'approccio "calendarizzato" previsto nel *Calendar Provisioning* trova origine in relazione al precedente *framework* di trattamento prudenziale delle NPE, sviluppato in seguito alla crisi finanziaria nel periodo intercorso tra il 2007 e il 2011, che si fondava sulle linee guida qualitative emanate dalla Banca Centrale Europea (*Guidelines BCE*) e rivolte agli intermediari di dimensioni e *business* significativi con elevati livelli di crediti deteriorati.

Nelle linee guida venivano specificate indicazioni in merito all'assetto organizzativo e ai processi di gestione degli enti stessi, al fine di permettere lo sviluppo di adeguati piani di riduzione delle esposizioni *non performing*; in particolare, le *Guidelines BCE* per gli enti *target* si sono articolate lungo alcuni principali *driver*, tra cui la riesamina della qualità degli attivi, il compimento di *stress test* e l'unificazione dei modelli di valutazione dei crediti.

Il *Calendar Provisioning* si articola principalmente su 3 moduli regolamentari:

- *Addendum BCE* – introdotto nel marzo 2018, l'*addendum* integra le Linee Guida BCE sulle NPE, esplicitando le aspettative di vigilanza per quanto concerne gli accantonamenti prudenziali. In particolare, l'*addendum* ridefinisce rispetto al precedente canovaccio regolamentare le politiche di accantonamento e di svalutazione (o *write-off*) per le posizioni erogate prima del 26 aprile 2019 e divenute deteriorate successivamente al 1° aprile 2018. Le aspettative di vigilanza, in quanto tali, hanno valore non vincolante in senso assoluto, e sono dunque suscettibili a eventuali modifiche determinabili nel dialogo tra l'ente in questione e l'organo di vigilanza; tali aspettative fanno riferimento alla durata temporale di un credito classificato come *non performing*, oltre che all'approccio per la gestione di eventuali garanzie reali ammissibili.

In relazione a quest'ultimo punto, l'*addendum* propone una distinzione tra i livelli minimi di copertura rispetto esposizioni *secured* (con ulteriore discriminazione tra garanzie immobiliari e non immobiliari) e *unsecured* (cfr. *Sezione 1.1.5*);

- Regolamento 630 – in contrapposizione alla non vincolatività delle aspettative di vigilanza, il Regolamento europeo 630 definito nell'aprile 2019 prevede un sistema di *provisioning* obbligatorio (c.d. *prudential backstop*), applicabile per le sole esposizioni costituite in seguito alla data di entrata in vigore del provvedimento stesso; in particolare, viene introdotto un sistema di deduzione dal *Common Equity Tier 1<sup>10</sup>* (*CET1*) in caso di mancato raggiungimento dei livelli di copertura minimi previsti dalla nuova regolamentazione;
- *SREP letter* – insieme di comunicazioni *SREP* (acronimo di *Supervisory Review and Evaluating Process* – processo di revisione e valutazione prudenziale che porta alla specificazione di raccomandazioni specifiche nella determinazione dei livelli di capitale per ogni ente, da mantenere in aggiunta ai requisiti patrimoniali obbligatori di primo pilastro) ricevute dagli enti sotto diretta supervisione della BCE, relative alla copertura dei crediti classificati come *non performing* prima del 1° aprile 2018. La finalità delle *SREP letter* è dunque quella di fornire un meccanismo complementare a livello temporale rispetto all'*addendum* BCE, che, come indicato, è rivolto alle esposizioni divenute deteriorate in seguito alla medesima data, al fine di conseguire accantonamenti adeguati anche per le *NPE* preesistenti;

L'applicazione del *Calendar Provisioning* si riferisce, come indicato, al momento di entrata del credito nello stato *non performing*, dunque, in caso di acquisto di esposizioni deteriorate da parte di un intermediario, lo stesso ha il compito di disporre di adeguate misure prudenziali sin dal momento del completamento della stessa transazione. La *ratio* di tale approccio trova giustificazione in relazione alle tempistiche attese legate al potenziale recupero del credito stesso, come indicato nello stesso Regolamento 630:

---

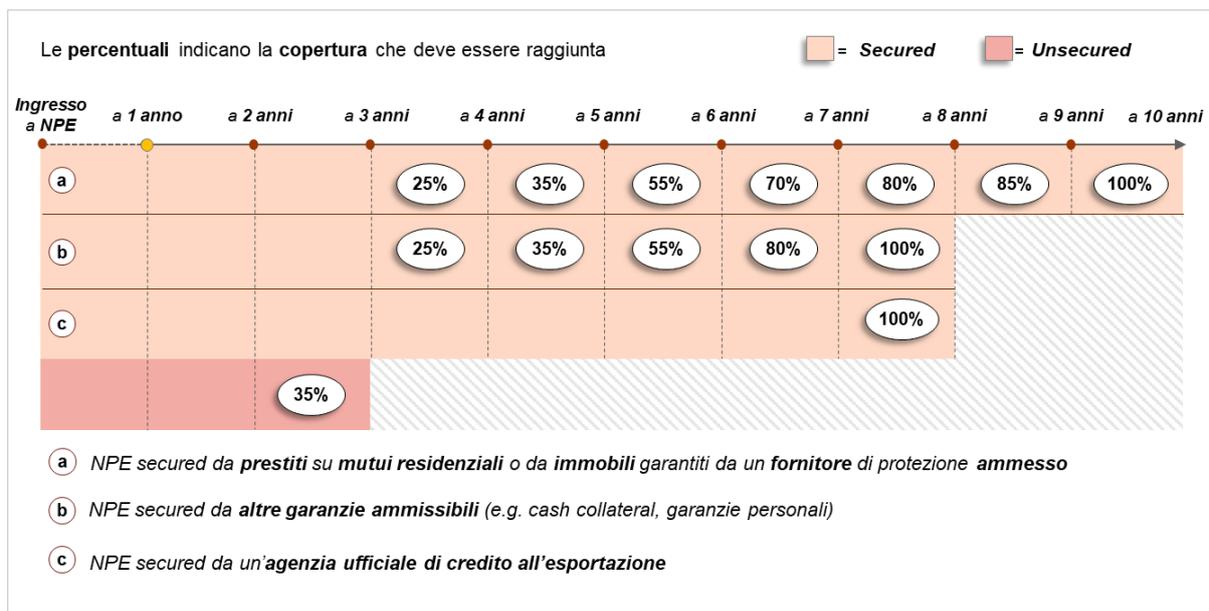
<sup>10</sup> Il *CET1* è il capitale di un ente che sinteticamente ne esprime la propria solidità patrimoniale. Comprende azioni ordinarie, sovrapprezzi di emissione, utili del periodo e altre componenti patrimoniali altamente qualitative. Come indicato nell'articolo 92 della *CRR*, la soglia minima di primo pilastro per il *CET1* è posta pari al 4,5% dell'*RWA*;

“Tanto più a lungo l'esposizione rimane deteriorata, tanto minore sarà la probabilità di recupero del valore. Pertanto, la quota dell'esposizione che dovrebbe essere coperta da accantonamenti, altre rettifiche e deduzioni dovrebbe aumentare nel tempo, secondo un calendario predefinito. Le esposizioni deteriorate acquistate da un ente dovrebbero pertanto essere soggette a un calendario che inizia a decorrere dalla data in cui l'esposizione deteriorata è stata originariamente classificata come tale e non dalla data del suo acquisto. A tal fine il venditore dovrebbe informare l'acquirente in merito alla data in cui l'esposizione è stata classificata come deteriorata.”

In relazione ai moduli regolamentari sottostanti presentati, il *framework* del CP può essere dunque tripartito nei seguenti trattamenti:

- “Perimetro di *Pillar 1*” (in riferimento al Regolamento 630) per esposizioni divenute *non performing* a partire 1/04/2018 e con data di *origination* pari o successiva al 26/04/2019; nel perimetro in questione vengono presentati livelli di deduzione vincolanti secondo un determinato dilazionamento temporale, come rappresentato in *Figura 2*

Figura 2 - Rappresentazione del provisioning previsto nel Perimetro di Pillar 1  
[Rielaborazione basata su Guidelines BCE]



In riferimento al quadro presentato, assumono particolare rilevanza le garanzie sottostanti alle esposizioni, in quanto la presenza delle stesse concede all'ente detentore un periodo più esteso per l'adeguamento ai requisiti, favorendone così le modalità di gestione; inoltre, alle esposizioni di tipo *secured* è annessa una possibilità di recupero maggiore (i.e. *LGD* minore), in relazione alla potenziale escussione delle stesse garanzie annesse alla esposizione creditizia;

- “Perimetro di *Pillar 2 Addendum*” (in riferimento all'*addendum* BCE) per esposizioni divenute *non performing* a partire 1/04/2018 e con data di *origination* precedente al 26/04/2019; in tale quadro i requisiti relativi all'accantonamento prudenziale sono i medesimi del perimetro di *Pillar 1*, rappresentati in *Figura 2*;
- “Perimetro di *Pillar 2 Stock*” (in riferimento alle *SREP letters*) per esposizioni divenute *non performing* prima del 1/04/2018; in tale quadro il livello di copertura minimo previsto si riferisce alle esposizioni con *vintage*<sup>11</sup> superiore ai 7 anni o ai 2 anni, a seconda della presenza o meno di garanzie ammissibili, come rappresentato in *Figura 3*;

Figura 3 - Rappresentazione del provisioning previsto nel Perimetro di *Pillar 2*  
[Rielaborazione basata su *Guidelines* BCE]

		Gruppo 1		Gruppo 2		Gruppo 3	
<span style="color: orange;">■</span> = Secured <span style="color: red;">■</span> = Unsecured							
<b>NPE secured</b>	2020	60%	2020	50%	2020	40%	
(≥ 7 anni da classificazione a <i>NPE</i> )	2024	100%	2025	100%	2026	100%	
<b>NPE unsecured</b>	2020	70%	2020	60%	2020	50%	
(≥ 2 anni da classificazione a <i>NPE</i> )	2023	100%	2024	100%	2025	100%	

<sup>11</sup> Per *vintage* si intende il periodo di permanenza a deteriorato di una esposizione;

## 1.2.2 IFRS9

Il principio contabile *IFRS9* (acronimo di *International Financial Reporting Standard*), come desumibile dalla denominazione, costituisce uno *standard* per il *reporting* finanziario, ed è stato introdotto dall'*International Accounting Standard Board (IASB)* a partire dal 1° gennaio 2018 in sostituzione del precedente *standard IAS39*.

L'introduzione della nuova metodologia è avvenuta in risposta all'esigenza di contrastare il ritardato riconoscimento delle perdite sui crediti, che si manifestava con il precedente approccio: infatti, con il criterio di "*incurred loss*" proprio dello *IAS39*, precursore di *IFRS9*, le perdite sui crediti venivano registrate in seguito alla manifestazione di eventi *trigger* legati alla incerta esigibilità dei flussi di cassa originariamente concordati; da qui l'esigenza di introdurre una metodologia *forward looking*, rivolta dunque all'*expected loss*.

Nel perimetro dell'*IFRS9* le principali novità si sviluppano su una nuova metodologia di classificazione e valutazione degli strumenti finanziari, la ridefinizione dei diversi schemi atti alla redazione del bilancio e un modello innovativo di svalutazione dei crediti (c.d. *impairment model*).

In relazione all'ultimo punto individuato, l'*impairment model* definisce e articola una classificazione dei crediti in tre *stage*, con annesse metodologie di calcolo (proprie di ciascun livello) per la rilevazione delle perdite; in particolare, si fa riferimento a:

- *Stage 1* – rientrano in tale livello esposizioni *performing*, con rischio creditizio basso; la perdita attesa annessa alle esposizioni è misurata entro un orizzonte temporale di un anno;
- *Stage 2* – sono classificate in questo *stage* le esposizioni che hanno subito un incremento significativo della rischiosità creditizia, quantificata come intermedia. In tale livello sono presenti fattispecie quali l'inadempienza della controparte rispetto alle obbligazioni contrattuali è superiore ai 30 giorni, il peggioramento del *rating*, le prime manifestazioni di *distress* finanziario; in questo caso la perdita attesa è misurata su un orizzonte temporale pari alla vita utile dell'esposizione fino a scadenza;

- *Stage 3* – nel seguente *stage* vengono incluse tutte le esposizioni *non performing*, per cui l'aumento della rischiosità dal momento della prima rilevazione risulta essere significativo al punto da far considerare l'attività come "*impaired*" (ovvero condizionata da eventi che ne hanno ridotto la capacità di alimentare i flussi di cassa futuri precedentemente identificati); per tali strumenti finanziari dunque la perdita effettiva si è già manifestata (e.g. mancati pagamenti per 90 giorni rispetto alla data di riferimento), o è prossima alla manifestazione.

Nello scope dello *Stage 3*, proprio delle esposizioni deteriorate, si articolano secondo un livello di dettaglio superiore le categorie presentate in *Sezione 1.1.3.*;

Nel processo di assegnazione dei crediti detenuti da un intermediario finanziario ai diversi *stage* (c.d. processo di *staging*) vengono analizzati alcuni *driver* principali, tra cui la variazione della probabilità di *default* dello strumento finanziario rispetto alla prima rilevazione (l'assegnazione di una attività a uno *stage* non è legata alla sua rischiosità assoluta, bensì alla variazione della stessa rispetto alla prima rilevazione), la vita attesa dell'attività finanziaria (la probabilità di *default* nel ciclo vita dello strumento finanziario diminuisce con l'avvicinamento alla sua scadenza) e le informazioni *forward looking* che possono influenzare il rischio di credito (nella determinazione dello stato di deterioramento del credito vengono impiegate tutte le informazioni a disposizione dell'ente detentore, compresi *forecast* sulle future condizioni economiche e finanziarie).

Nell'ottica dell'approccio *forward looking* lo *standard* in questione definisce le modalità di misurazione delle perdite attese tramite la determinazione del calcolo compiuto sulla base dei fattori quantitativi (tra cui *PD* e *LGD*); le previsioni future sono quindi sviluppate nel modello in base a disponibilità, dettaglio e profondità dei dati a disposizione. Nello sviluppo del calcolo in questione le perdite attese sono stimate ponderando differenti possibili scenari, in cui la numerosità e la tipologia degli stessi sono funzioni del contesto macroeconomico di riferimento. Gli scenari così definiti hanno impatto sui rispettivi modelli statistici che, una volta incorporate le relazioni storiche tra i fattori macroeconomici e gli eventi di perdita, permettono di identificare gli impatti sulla rischiosità complessiva del portafoglio.

### 1.2.3 La nuova Definizione di Default

In linea con il processo di unificazione dei riferimenti normativi (come già osservato nell'analisi dei due testi precedenti in esame) nell'ambito delle esposizioni *non performing*, adottato al fine di migliorare la confrontabilità dei parametri di rischio e dei requisiti di capitale dei vari intermediari operanti all'interno dell'eurozona, l'EBA ha promosso l'introduzione di una nuova *Definizione di Default (nuova DoD)*, divenuta effettiva nel gennaio 2021.

Come indicato da Banca d'Italia nella sezione "Entrata in vigore della nuova definizione di *default*", ai fini del calcolo dei minimi *capital requirement*, una controparte debitrice (v. *pulling effect*) viene classificata come deteriorata (v. *Stage 3* dello *standard IFRS9*) qualora sia in arretrato da oltre 90 giorni nel pagamento di una obbligazione rilevante (casistica propria del *Past due*), oppure qualora l'ente che ha fornito il finanziamento giudichi improbabile l'adempimento delle obbligazioni contrattuali (fattispecie degli *UTP* – tale condizione è immutata rispetto alla contestuale *Definizione di default* precedente, presentata nelle "*Guidelines on the application of the definition of default*", emessa dall'EBA nel settembre 2016); è su tali principi che si articola la classificazione presentata in *Sezione 1.1.4*.

Ai fini dell'identificazione della condizione di *Past due*, una obbligazione scaduta viene considerata rilevante quando supera sia una soglia assoluta – importo superiore a 100 euro per le esposizioni al dettaglio, superiore a 500 per tutte le altre – sia una soglia relativa – 1% della esposizione complessiva verso l'ente finanziatore.

Per quanto concerne il calcolo dei giorni di *default*, è stata introdotta una modifica di carattere tecnico: in precedenza una posizione veniva considerata scaduta al superamento di 90 giorni rispetto al termine di pagamento originario, mentre con il nuovo *framework* assume rilevanza la c.d. "continuità dello scaduto", per cui una posizione viene identificata come *Past due* anche in caso di assenza di singole posizioni scadute da più di 90 giorni, ma per una molteplicità di fatture per cui non sono stati corrisposti i rispettivi pagamenti, che con la somma dei giorni di scaduto continuativo hanno superato la medesima soglia.

Rispetto al precedente perimetro di gestione del *default* sono inoltre avvenuti cambiamenti di carattere strutturale: agli intermediari finanziari è infatti stata negata la possibilità di compensare gli inadempimenti manifestatisi con eventuali margini a

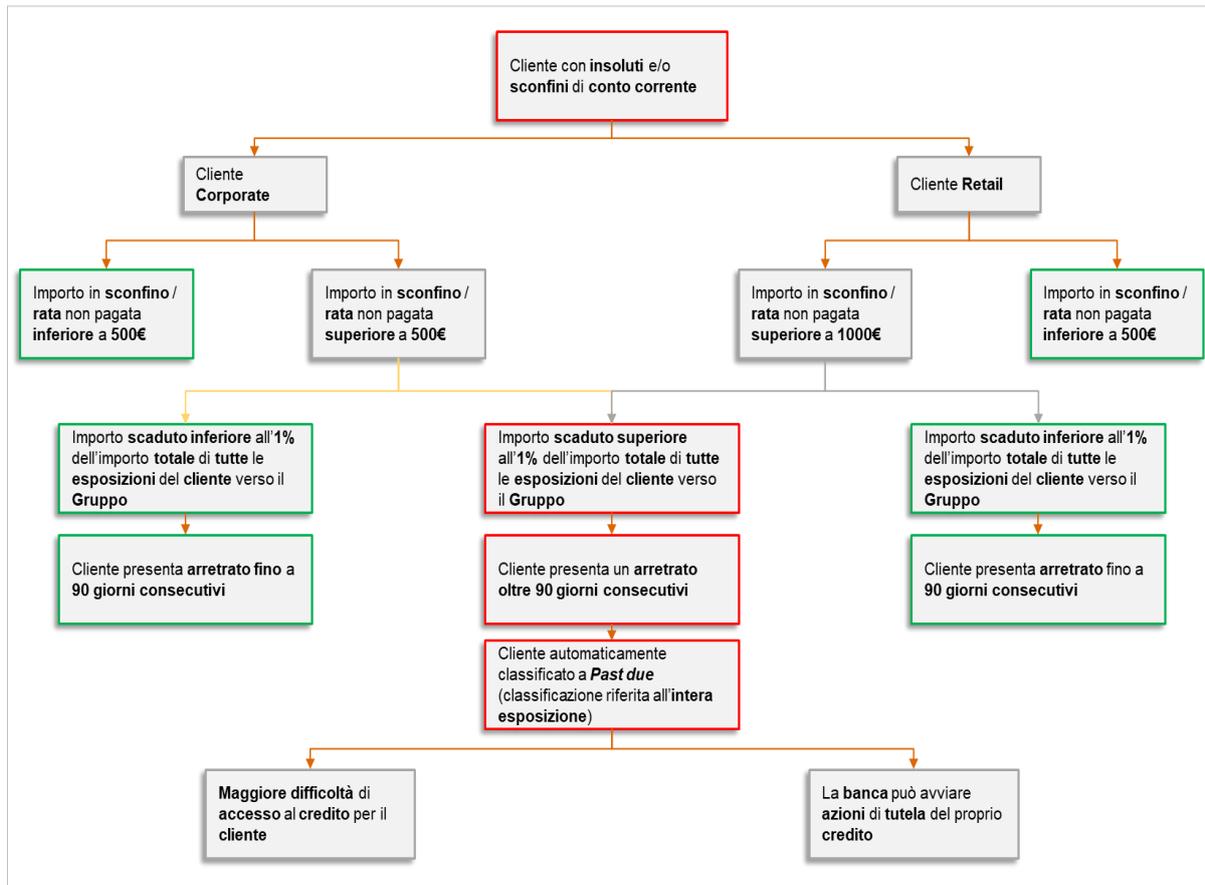
disposizione su altre linee di credito della controparte, dunque l'ente è tenuto a procedere con la classificazione a *default* a prescindere dalla presenza di altre linee aperte; per quanto riguarda inoltre il reintegro *in bonis* di una controparte precedentemente classificata in *default*, è stato determinato un periodo di osservazione minimo (c.d. *cure period*) di 12 mesi, al termine del quale la posizione verrà classificata come "*forborne performing*", che si posiziona come stadio intermedio tra *performing* e deteriorato.

In seguito al decorso di altri 24 mesi da tale evento, con la manifestazione del totale ripristino dei flussi finanziari annessi alla posizione, la stessa sarà dunque riclassificata come pienamente *performing*.

Infine, se in precedenza all'interno di uno stesso gruppo bancario vi era la possibilità di effettuare una classificazione non univoca del soggetto in *default*, e le eventuali conseguenze del passaggio a deteriorato della controparte su altre entità venivano analizzate con approccio discrezionale, nel nuovo quadro la determinazione dello stato di *non performing* avviene in maniera univoca all'interno di tutte le *legal entities* del Gruppo, e il processo di identificazione delle "regole di contagio" si sviluppa in funzione delle relazioni che intercorrono tra soggetti "collegati".

Al fine di sintetizzare il nuovo approccio introdotto e di agevolarne la comprensione, viene rappresentato in *Figura 4* un breve schema riepilogativo.

Figura 4 - Rappresentazione della classificazione della clientela secondo la nuova DoD  
[Rielaborazione basata su Banca Mediolanum | "nuova DoD"]



### 1.3 Evoluzione del mercato NPE negli ultimi anni

Con riferimento all'analisi quantitativa compiuta da PwC<sup>12</sup> relativa alla pubblicazione di Banca d'Italia del dicembre 2021 "Banche e istituzioni finanziarie: condizioni e rischiosità del credito per settori e territori", è possibile osservare come nell'intervallo temporale tra il 2008 e il 2021 il mercato italiano delle *Non Performing Exposure* abbia manifestato *trend* contrastanti; tale evidenza trova giustificazione lungo due principali *driver*, che hanno condizionato in modo diretto l'evoluzione del settore: da un lato, la manifestazione di eventi di rilevanza internazionale che hanno avuto luogo negli

<sup>12</sup> PricewaterhouseCoopers (acronimo PwC) è un *network* multinazionale di imprese di servizi professionali, che fornisce servizi di consulenza strategica e direzionale, revisione di bilancio e consulenza legale e fiscale. PwC è il secondo *network* mondiale di servizi professionali per dimensione e rientra tra le c.d. "Big Four", insieme a Deloitte, EY e KPMG;

ultimi 15 anni (quali la crisi finanziaria globale diffusasi a partire dal 2008 con il collasso dei mutui *subprime* statunitensi, e la crisi pandemica che ha avuto origine nel 2019); dall'altro, l'adozione e lo sviluppo di misure atte a rafforzare i presidi di sicurezza patrimoniale degli enti creditizi, tra cui le riforme prudenziali e contabili presentate sinteticamente in *Sezione 1.2*.

Nel 2008 il volume complessivo di *NPE* presente nel bilancio degli intermediari finanziari italiani ammontava a 85 miliardi di euro, con il 49,4% del totale costituito da sofferenze - parametro espressivo di un già elevato deterioramento preesistente rispetto all'impatto apportato dalla crisi finanziaria globale, a segno di politiche di erogazione del credito molto meno stringenti - dunque, di conseguenza, meno sicure - rispetto a quelle attuali, e di tempistiche di recupero dei crediti molto dilatate; 4 anni dopo, a fine 2011 (dunque nel pieno della prima fase di recessione affrontata dal nostro Paese e coniugata alla crisi del debito sovrano europeo<sup>13</sup>), il volume di deteriorato si attestava a quota 194 miliardi, con una percentuale di sofferenze maggiorata di oltre 600 punti base rispetto alla rilevazione precedentemente identificata.

Il punto di maggiore criticità per la stabilità economica degli intermediari del nostro Paese è stato raggiunto nel 2015, sia in termini di volumi totali, sia in termini di livello di deterioramento: il totale di esposizioni *non performing* nei portafogli bancari nell'anno in questione raggiunse la quota di 341 miliardi di euro, costituiti da ben 200 miliardi di sofferenze (il 58,6% del totale), 127 miliardi di *Unlikely to pay* e 14 miliardi di *Past due*.

Al fine di migliorare *asset quality* e adeguatezza patrimoniale degli enti creditizi operanti in un contesto di elevata fragilità e instabilità, e con potenziali conseguenze drammatiche sull'economia del nostro Paese, nel medesimo periodo sono state adottate dal Governo numerose contromisure atte a un migliore controllo e a una progressiva riduzione dei volumi totali di *NPE* (c.d. processo di *deleveraging*), tra cui l'introduzione di piani di garanzia per operazioni di cartolarizzazione delle sofferenze (GACS) e la costituzione di un fondo di investimento (c.d. Fondo Atlante), formalmente

---

<sup>13</sup> Periodo di recessione alla crisi *subprime*, in cui numerosi istituti di credito europei hanno affrontato gravi difficoltà, e sono stati salvati da importanti interventi pubblici. La crisi ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia;

privato, ma nato sotto impulso governativo, atto a sostenere gli istituti bancari nella gestione delle sofferenze durante gli anni di maggiore crisi.

Come riportato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel focus "Evoluzione e riforme del sistema bancario italiano", per GACS si intende l'insieme di strumenti di garanzia messi a disposizione dal Tesoro per gli operatori del credito e della finanza al fine di favorire lo smaltimento delle esposizioni *non performing*.

La garanzia viene concessa solamente alle c.d. *tranche senior*, ovvero le componenti più sicure di una cartolarizzazione, cioè quelle che sopportano per ultime le perdite derivanti da recuperi sui crediti inferiori a quanto pianificato. Per una adeguata comprensione della struttura e delle caratteristiche proprie delle operazioni di cartolarizzazione, nonché dell'utilizzo degli strumenti di garanzia statali, si rimanda alla *Sezione 2.1.1*.

Per quanto concerne invece il fondo Atlante, in accordo con la definizione dello stesso MEF, si fa riferimento a una iniziativa del settore privato, costituita da una società di gestione del risparmio indipendente, con funzione di centro di raccolta dei capitali di numerose istituzioni finanziarie; il fondo, con l'acuirsi della crisi, ha perseguito il compito di apportare sostegno concreto al mercato (al tempo in fase ancora embrionale) del credito deteriorato, con contributo diretto allo sviluppo dello stesso, tramite l'attuazione di investimenti mirati e rivolti principalmente alle *tranche junior* di svariate operazioni di cartolarizzazione, permettendo così di dare inizio a un "effetto volano" correlato alla *derecognition*<sup>14</sup> da parte degli enti detentori sui prodotti più rischiosi all'interno del mercato stesso.

A partire dal 2015 si è assistito dunque all'attuazione del massivo processo di *deleveraging*, che ha portato a una netta riduzione dello *stock* totale di deteriorato in pancia agli intermediari: nel 2018 i volumi totali di *NPE* hanno raggiunto la quota di 180 miliardi di euro, valore quasi dimezzato rispetto ai massimi assoluti dell'intervallo temporale in questione; infine, valutando i dati a disposizione più recenti, propri del 2021, risulta evidente il miglioramento qualitativo e quantitativo degli attivi bancari italiani: sul totale di crediti deteriorati, pari a 79 miliardi (il 23% dei volumi del 2015),

---

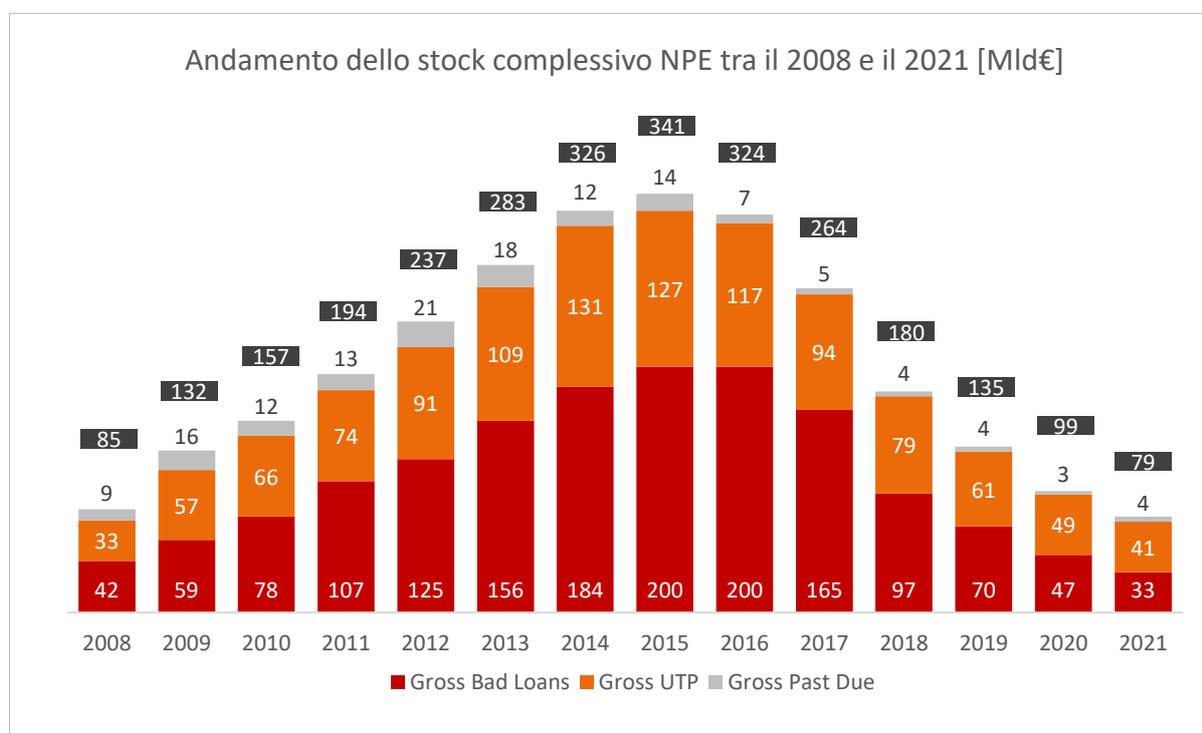
<sup>14</sup> Per *derecognition* si intende il processo di rimozione di una attività (o passività) finanziaria dal bilancio di un intermediario finanziario. Un ente effettua la *derecognition* quando i propri diritti contrattuali sui flussi finanziari dell'*asset* sono scaduti, o se la stessa attività è stata trasferita a terzi;

poco meno del 42% è costituito da sofferenze, mentre gli *UtP* hanno una incidenza relativa del 52% (il restante 6% costituito da *Past due*).

L'ingente *stock* di crediti deteriorati smaltiti dal sistema bancario nazionale nel percorso di *derisking* ha avuto come conseguenza lo *shift* del rischio creditizio verso i grandi gruppi di investitori istituzionali e privati, che, nell'esercizio dell'attività speculativa, sono stati parte attiva del processo: a oggi uno volume complessivo di *NPE* di valore totale superiore ai 300 miliardi di euro è affidato alla gestione degli investitori stessi.

Al fine di agevolare la comprensione dei *trend* relativi all'evoluzione dello *stock* totale di *non performing* nell'arco temporale tra il 2008 e il 2021, è presentato un diagramma a barre di sintesi in *Figura 5*, con identificazione dei volumi totali annuali e relativa composizione in *Past due*, *UtP* e *Bad Loan*.

Figura 5 - Andamento dello stock complessivo di NPE in Italia tra il 2008 e il 2021  
[Rielaborazione basata su PwC | "The italian NPE market"]



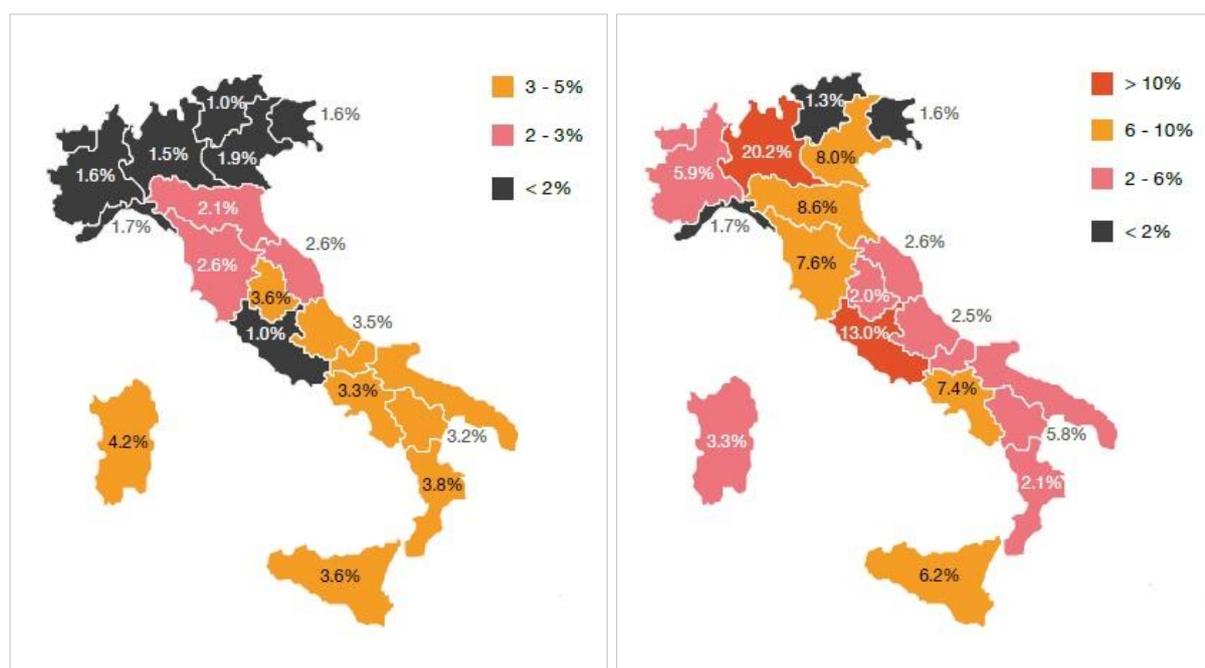
Più nel dettaglio, analizzando la distribuzione delle sofferenze a livello nazionale in termini di *Bad Loan ratio* (rapporto tra sofferenze e totale delle esposizioni per cassa verso la clientela), le percentuali più alte si registrano nell'Italia centro-meridionale, principalmente in Sardegna (4,2%), Calabria (3,8%), Umbria e Sicilia (3,6%); a livello complessivo, le regioni settentrionali evidenziano livelli minori dello stesso *ratio* - Trentino Alto-Adige e Lombardia presentano il rapporto più bassi su suolo nazionale - essenzialmente per volumi consolidati superiori in termini di esposizioni creditizie verso la clientela: circa il 56% dei prestiti totali nazionali erogati ogni anno dagli intermediari finanziari viene corrisposto nel Nord Italia.

Per quanto concerne invece l'incidenza in termini di volumi complessivi di crediti in sofferenza, il primato spetta a Lombardia e Lazio, in cui sono rispettivamente presenti il 20,2% e il 13,0% dei *Bad Loan* come *stock* complessivo, mentre per Liguria, Friuli-Venezia Giulia e Trentino-Alto Adige la stessa rilevazione è inferiore al 2%; due rappresentazioni di sintesi estratte dallo stesso *report* sono illustrate in *Figura 6* e *Figura 7*.

Al fine di individuare i principali enti a livello nazionale per quanto concerne lo *stock* di deteriorato a bilancio, si rimanda alla *Sezione 2.1*.

Figura 6 - Dettaglio del *Bad Loan ratio* per regione nel 2021  
[fonte: PwC | "The italian NPE market"]

Figura 7 - Distribuzione dei *Bad Loan* per regione nel 2021  
[fonte: PwC | "The italian NPE market"]



Infine, con riferimento al miglioramento qualitativo degli attivi all'interno dei bilanci degli enti creditizi evidenziato nel biennio 2020-2021 (cfr. *Figura 5*), questo può in primo luogo risultare controintuitivo se parametrato alla drammatica situazione economica e sociale globale, tra le principali conseguenze dell'emergenza sanitaria che si è manifestata con l'imperversare della pandemia nel corso degli ultimi due anni; in tale ottica devono essere tuttavia tenute in considerazione tutte le misure di sostegno adottate a livello europeo e nazionale in risposta alla crisi stessa.

Tra le principali manovre volte alla ripresa si annoverano il programma "*Next Generation EU*" (NGEU) e il "*Quadro Finanziario Pluriennale*" (QFP), per un pacchetto complessivo di circa 2000 miliardi di euro resi disponibili a livello europeo, oltre all'adozione del c.d. "*temporary framework*", con il quale gli Stati membri dell'UE sono stati autorizzati ad adottare misure di supporto straordinario al tessuto produttivo delle rispettive realtà nazionali e a fornire opzioni concrete di sostegno alla solvibilità (tra cui alcune disposizioni di carattere straordinario atte a estendere e a semplificare le procedure di ricorso ai rispettivi Fondi di Garanzia<sup>15</sup> nazionali).

Il processo di *deleveraging* compiuto nell'ultimo decennio dagli enti creditizi del nostro Paese deve essere tuttavia inserito all'interno di uno scenario di più ampio spettro; infatti il mercato italiano del credito deteriorato rimane uno tra i più estesi in Europa: in accordo con quanto riportato nella *review* semestrale pubblicata da PwC "*The Italian NPE Market – wind of change*", pubblicata nel luglio 2022, il sistema bancario italiano presenta ancora un profilo di rischio tra i più alti in assoluto rispetto agli altri Stati membri, nonostante l'effettivo miglioramento qualitativo degli attivi.

Come indicato nel *report*, l'*NPE ratio* (ovvero il rapporto tra crediti *non performing* e totale delle esposizioni per cassa verso la clientela; tale *ratio* è espressivo del deterioramento del proprio attivo per un ente creditizio) medio italiano è pari al 3,1%, a fronte di una media europea del 2,1%.

In tale ottica un altro parametro significativo è il volume complessivo di crediti classificati in *Stage 2* (ovvero, come indicato, crediti ancora "vivi" e *performing*, ma per

---

<sup>15</sup> Fondo pubblico istituito dal Ministero dello sviluppo economico, con il quale sono garantite le operazioni finanziarie direttamente finalizzate alla attività di impresa; con il Fondo, rivolto principalmente alle PMI, l'Unione Europea e lo Stato Italiano affiancano le imprese e i professionisti che hanno difficoltà ad accedere al credito bancario perché non dispongono di sufficienti garanzie;

cui è osservabile un significativo incremento del rischio creditizio rispetto all'istante temporale di *origination*, per cui si rende necessario uno stringente monitoraggio): tale categoria costituisce il 13% del totale dei crediti nel bilancio degli intermediari finanziari italiani, per un valore complessivo superiore a 220 miliardi di euro (totale maggiorato di quasi 80 miliardi rispetto alla rilevazione del 2019), rispetto alla media europea che si attesta attorno al 9%.

Tale *asset class* sta avendo un impatto sempre maggiore sull'economia corrente, infatti, al fine di garantire una sicura gestione dei crediti in *Stage 2*, gli enti creditizi necessitano di adeguati livelli di accantonamento; il tasso medio di copertura osservato su un campione di 12 tra le principali banche italiane (ovvero Intesa San paolo, Unicredit, Bper, Credem, MPS, Mediolanum, Credit Agricole, BNL, BCC, BPM, Iccrea, Fineco) per tale tipo di esposizioni si è attestato al 3,5%, ben 330 punti base in più rispetto al tasso di copertura medio destinato ai crediti pienamente *performing* appartenenti allo *Stage 1*. In tale ottica, l'impatto aggregato derivante dal passaggio da primo a secondo *Stage* genera un costo diretto in conto economico sul *pool* analizzato di ammontare complessivo prossimo ai 7,3 miliardi di euro.

Per una adeguata gestione delle masse in *Stage 2*, come osservato, sempre più rilevanti in termini generali, è richiesta dunque alle banche lo sviluppo di un *management* ancora più specializzato e attento, come evidenziato dallo stesso Riccardo Serrini, *general manager* del Gruppo *Prelios*<sup>16</sup> e *CEO* di *Prelios Credit Servicing*, secondo cui per i crediti a potenziale alto rischio di insolvenza - tra cui figurano gli stessi *Stage 2* - è necessario individuare tempestivamente strategie di gestione dedicate, al fine di prevenire la conseguente crisi del *business* - o, in caso di già avviata manifestazione della stessa, una risposta proattiva immediata<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> *Prelios* è uno dei principali Gruppi attivi in Italia ed Europa nell'*alternative asset management* e nei servizi immobiliari specialistici. Attualmente *Prelios* gestisce *asset* per un valore di circa 40 miliardi di euro;

<sup>17</sup> Riccardo Serrini, *general manager* del gruppo *Prelios* e *CEO* di *Prelios Credit Servicing*, nell'intervista riportata dal paper PwC "*The italian NPE market*";

## *2. Strumenti e principali attori del mercato NPE*

Il seguente capitolo persegue l'obiettivo di sviluppare una riesamina specifica delle principali modalità di gestione e commercializzazione delle *Non-Performing Exposure* da parte di intermediari finanziari e investitori istituzionali, approfondendo le potenzialità di impiego degli strumenti finanziari destinati a tale finalità, e effettuando una contestuale analisi relativa ai principali attori attualmente attivi sul mercato primario e secondario.

### *2.1 Asset quality delle banche italiane*

Al fine di identificare come sia distribuita a livello quantitativo la allocazione dello *stock* complessivo di esposizioni deteriorate tra le maggiori banche del nostro Paese, viene ora presentata nella trattazione una analisi di *benchmark* relativa alla *asset quality* di alcuni tra i principali enti creditizi italiani; il *dataset* oggetto dell'elaborazione si basa sui *report* annuali pubblicati dagli stessi enti relativamente al 2021, in particolare nella sezione dedicata all'informativa sui rischi e alle conseguenti politiche di copertura, presentate nei rispettivi bilanci consolidati.

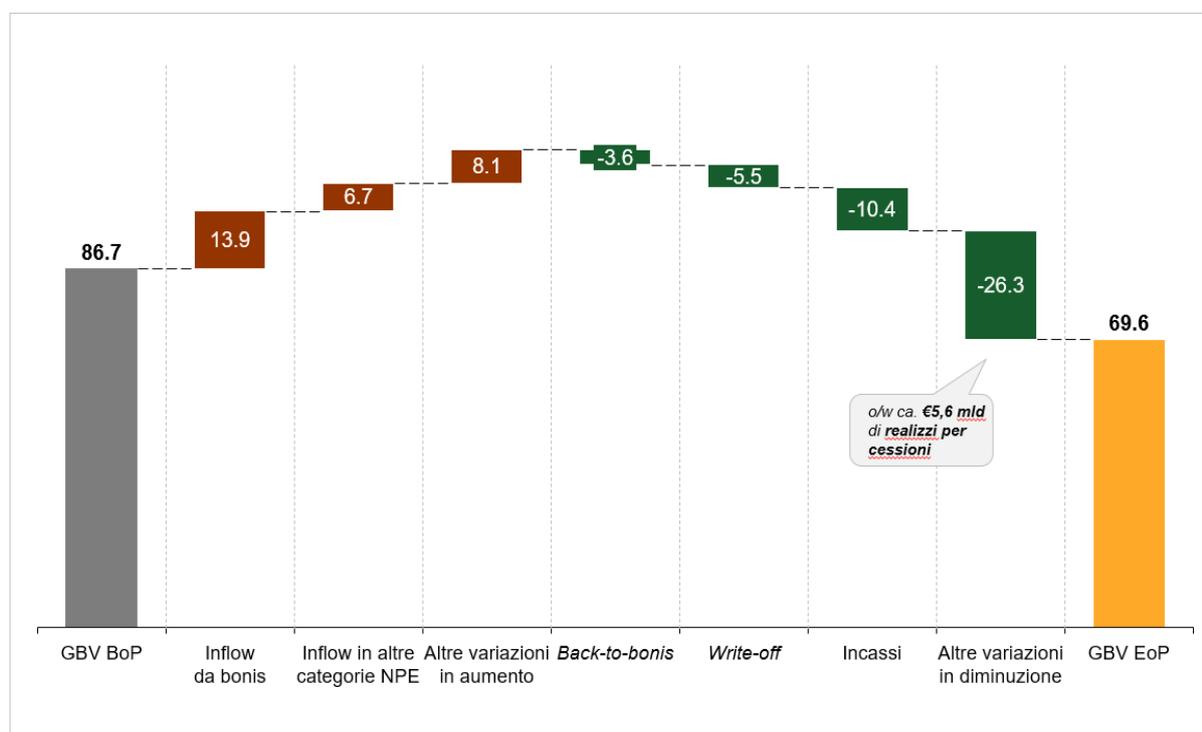
Il campione degli enti italiani considerati nello *scope* della analisi di *benchmark* è costituito da 9 gruppi bancari, ovvero rispettivamente *Intesa Sanpaolo*, *Unicredit*, *Banco BPM*, *Iccrea*, *Monte dei Paschi di Siena*, *Credit Agricole Italia*, *BPER Banca*, *CCB* e *Credem*, oltre alla *banca BNL*; i dati del *pool* sono stati riaggregati in relazione a quanto presentato nell'informativa sui rischi, e sono stati ricondotti rispetto alle differenti categorie di *non performing* presentate in precedenza - rispettivamente *Past Due*, *Unlikely to Pay* e *Bad Loan*.

In relazione al campione presentato, a fine 2021 il complessivo *Gross Book Value* (*GBV*, ovvero il valore di libro ascritto in fase di *origination* del credito, al lordo di eventuali rettifiche e accantonamenti) è risultato pari a 69,6 miliardi di euro, circa il 20% in meno rispetto alla stessa rilevazione al termine dell'annualità precedente; inoltre, considerando il totale *NPE* a livello nazionale riscontrabile per l'anno scorso in

Figura 5 (v. Sezione 1.3), risultato pari a circa 79 miliardi di euro, oltre l'88,4% è compreso nel perimetro del campione analizzato (in particolare, i gruppi *Intesa Sanpaolo* e *Unicredit* detengono complessivamente circa il 56% dello *stock* totale di crediti deteriorati nel perimetro di analisi, corrispondente a oltre il 48% dell'ammontare complessivo in Italia).

Più nel dettaglio, la differenza riscontrata tra le rilevazioni *End of Period (EoP)* del 2020 e del 2021 è in primo luogo riconducibile, sempre considerando i dati aggregati, alle movimentazioni derivanti dalla definizione di operazioni commerciali tra gli enti, che hanno portato a un *outflow* rispetto allo *stock* iniziale pari a 26,3 miliardi di euro (di cui 5,6 miliardi derivanti da realizzi per cessioni *pro-soluto*, dunque con *derecognition* delle esposizioni creditizie dal rispettivo bilancio). Al fine di fornire una più immediata visualizzazione delle variazioni dei volumi oggetto di studio, viene mostrata in *Figura 8* la rappresentazione di dettaglio relativa allo *stock* cumulato delle operazioni di *inflow* e *outflow* nel corso del 2021.

Figura 8 - Dinamica di inflow e outflow dello stock NPL per il campione analizzato nel 2021, in miliardi di euro  
[Elaborazione basata sui bilanci consolidati dei 10 enti finanziari in esame]



Per quanto concerne i principali *ratio* descrittivi dell'evoluzione dello *stock* nel periodo di riferimento, si registrano rispettivamente:

- *cure rate* – definito come il rapporto tra esposizioni rientrate in uno stato *performing* dalla precedente condizione di deterioramento (i.e. *back-to-bonis*) e il *GBV* registrato all'inizio del 2021 (rilevazione *BoP*, *beginning of period*) – che si attesta al 4,2%;
- *recovery rate* – ovvero il tasso definito dal rapporto tra gli incassi registrati nell'anno in esame (derivati dall'effettivo recupero dei crediti) e il *GBV BoP* – pari all'11,9%;
- *NPE ratio* – già precedentemente definito (v. *Sezione 1.3*) come il rapporto tra il totale dei crediti *non performing* e le esposizioni complessive per cassa verso la clientela - al 4,2%;

Tra i parametri descritti presentati, l'*NPE ratio* assume particolare rilevanza, in quanto costituisce un termine esplicativo dello stato di salute generale delle esposizioni detenute da un ente (o da un *pool* degli stessi), e viene utilizzato come una tra le principali metriche di confronto nel panorama internazionale; a riguardo, a fronte dello stesso *ratio* medio europeo pari al 2,9%, secondo quanto riportato dall'*EBA* nella pubblicazione "*Report on NPLs – progress made and challenges ahead*", gli altri Paesi dell'Unione Europea nettamente superiori alla media comunitaria sono rispettivamente Grecia (*ratio* pari al 7,0%), Cipro (4,0%) e Portogallo (3,8%), a seguire l'Italia, superiore alla media europea di un punto percentuale, come precedentemente indicato in *Sezione 1.3*. I livelli più bassi di *NPE ratio* in Europa si riscontrano invece in Estonia (0,8%), Lituania (0,7%) e Lussemburgo (0,6%).

Al fine di poter sviluppare una riesamina più approfondita in merito alla composizione degli attivi e al relativo livello di rischiosità degli enti creditizi in analisi, vengono ora presentate in *Figura 9.a* e *Figura 9.b* le informazioni quantitative di dettaglio proprie di ogni gruppo bancario (oltre alla *banca BNL*), che a livello cumulato hanno portato alla individuazione della dinamica complessiva sinteticamente rappresentata in *Figura 8* per l'annualità in esame.

Figura 9.a - Dettaglio della dinamica di inflow e outflow dello stock NPL per il campione analizzato, in milioni di euro (1 di 2)  
 [Elaborazione basata sui bilanci consolidati dei 10 enti finanziari in esame]

Dati in [€ Mn]	Gruppo Intesa Sanpaolo	Gruppo Unicredit	Gruppo BancoBPM	Gruppo Iccrea	BNL
<b>GBV BoP</b>	<b>26.691</b>	<b>22.351</b>	<b>8.883</b>	<b>8.445</b>	<b>6.082</b>
<b>Inflow</b>	<b>6.620</b>	<b>8.591</b>	<b>1.893</b>	<b>2.545</b>	<b>1.189</b>
<i>o.w. Ingressi da esposizioni non deteriorate</i>	3.223	4.918	1.025	1.159	352
<i>o.w. Ingressi da attività finanziarie impaired acquisite o originate</i>	0	1	0	0	0
<i>o.w. Trasferimenti da altre categorie di esposizioni deteriorate</i>	1.973	1.814	518	659	432
<i>o.w. Modifiche contrattuali senza cancellazioni</i>	8	1	0	3	0
<i>o.w. Altre variazioni in aumento</i>	1.416	1.857	348	722	404
<b>Outflow</b>	<b>13.161</b>	<b>13.033</b>	<b>4.158</b>	<b>4.543</b>	<b>2.413</b>
<i>o.w. Uscite verso esposizioni non deteriorate</i>	923	1.237	174	371	344
<i>o.w. Write-off</i>	1.378	2.171	592	371	264
<i>o.w. Incassi</i>	2.027	3.651	723	1.260	398
<i>o.w. Realizzi per cessioni</i>	2.536	916	550	455	190
<i>o.w. Perdite da cessione</i>	32	87	459	274	65
<i>o.w. Trasferimenti da altre categorie di esposizioni deteriorate</i>	1.973	1.814	517	659	432
<i>o.w. Modifiche contrattuali senza cancellazioni</i>	28	4	8	2	0
<i>o.w. Altre variazioni in diminuzione</i>	4.264	3.153	1.134	1.150	720
<b>GBV EoP</b>	<b>20.150</b>	<b>17.909</b>	<b>6.616</b>	<b>6.447</b>	<b>4.858</b>
<i>GBV BoP ponderato per banca</i>	30,8%	25,8%	10,2%	9,7%	7,0%

Figura 9.b - Dettaglio della dinamica di inflow e outflow dello stock NPL per il campione analizzato, in milioni di euro (2 di 2)  
 [Elaborazione basata sui bilanci consolidati dei 10 enti finanziari in esame]

Dati in [€ Mln]	Gruppo MPS	Gruppo Credit Agricole Italia	Gruppo BPER	Gruppo CCB	Gruppo Credem
<b>GBV BoP</b>	<b>4.031</b>	<b>3.047</b>	<b>2.998</b>	<b>3.339</b>	<b>876</b>
<b>Inflow</b>	<b>1.740</b>	<b>2.479</b>	<b>2.379</b>	<b>909</b>	<b>317</b>
<i>o.w. Ingressi da esposizioni non deteriorate</i>	1.120	951	488	528	120
<i>o.w. Ingressi da attività finanziarie impaired acquisite o originate</i>	2	0	680	0	28
<i>o.w. Trasferimenti da altre categorie di esposizioni deteriorate</i>	435	481	136	177	65
<i>o.w. Modifiche contrattuali senza cancellazioni</i>	0	34	0	0	0
<i>o.w. Altre variazioni in aumento</i>	182	1.012	1.073	204	103
<b>Outflow</b>	<b>1.647</b>	<b>2.585</b>	<b>2.494</b>	<b>1.370</b>	<b>374</b>
<i>o.w. Uscite verso esposizioni non deteriorate</i>	236	61	142	106	32
<i>o.w. Write-off</i>	185	139	208	169	37
<i>o.w. Incassi</i>	630	245	687	533	197
<i>o.w. Realizzi per cessioni</i>	10	392	453	97	3
<i>o.w. Perdite da cessione</i>	2	230	30	35	0
<i>o.w. Trasferimenti da altre categorie di esposizioni deteriorate</i>	436	482	136	177	64
<i>o.w. Modifiche contrattuali senza cancellazioni</i>	2	1	0	0	0
<i>o.w. Altre variazioni in diminuzione</i>	146	1.036	837	253	40
<b>GBV EoP</b>	<b>4.124</b>	<b>2.941</b>	<b>2.882</b>	<b>2.878</b>	<b>819</b>
<i>GBV BoP ponderato per banca</i>	4,6%	3,5%	3,5%	3,8%	1,0%

Viene dunque ora sviluppata nella trattazione l'analisi relativa ai singoli *ratio* (presentati sinteticamente nella *Sezione* precedente) per ogni singolo ente creditizio, sviluppabile in seguito al compimento della prima raccolta dati e alla conseguente riclassificazione nelle categorie identificate. I *ratio* in questione sono esplicativi dell'andamento e della *performance* perseguita nella gestione dei crediti deteriorati da parte di ogni singolo operatore, e permettono l'adozione di una prospettiva di maggiore dettaglio in relazione alle transazioni in ingresso e in uscita relative allo *stock* creditizio oggetto dell'analisi per il 2021.

Considerando in primo luogo l'*NPE ratio*, i livelli più alti all'interno del *pool* sono stati riscontrati rispettivamente nei gruppi *Iccrea* (con il 6,9%), *Banco BPM* (5,6%) e *CCB* (5,5%), a fronte di una media ponderata per il gruppo del 4,2%, come indicato in precedenza. Gli enti creditizi maggiormente virtuosi con meno sofferenze all'interno dei propri bilanci sono stati invece i gruppi *Credem* (2,4%) e *Intesa Sanpaolo* (3,1%).

Per quanto concerne invece il *cure rate* - ovvero l'indicatore percentuale riferito al livello di esposizioni precedentemente deteriorate rientrate nella condizione di *performing*, dunque parametro significativo in riferimento all'efficacia delle procedure di riabilitazione del deteriorato adottate - i gruppi bancari che nell'annualità indicata hanno presentato i livelli più alti dell'indicatore in questione sono stati rispettivamente *Monte dei Paschi di Siena* e *Unicredit*, rispettivamente con il 5,9% e il 5,5% (rispetto alla media del campione di 4,2%), oltre alla banca *BNL* (succursale italiana appartenente al gruppo bancario di diritto francese *BNP Paribas*, che ha compiuto l'acquisizione nel febbraio 2006) con il 5,7%. I livelli più bassi di *cure rate* sono stati invece presentati da *BPM* e la divisione italiana del gruppo francese *Credit Agricole*: per entrambi gli enti il parametro si è attestato al 2,0%.

Considerando infine il *recovery rate* - parametro esplicativo della conformità per quanto concerne la gestione del rapporto con la clientela e l'adeguatezza delle procedure operative di riscossione (potenzialmente affidabili in *outsourcing*, e al verificarsi di questa fattispecie le stesse sono assegnate a soggetti terzi con *know-how* specifico; v. *Special Servicer*, *Sezione 2.3.1.*) - i gruppi che hanno ampiamente superato la media di campione, risultata pari all'11,9%, sono stati rispettivamente *BPER* (con il 22,9%) e *Credem* (22,5%); a seguire, nettamente più distaccato, si posiziona il gruppo *Unicredit*, con il termine pari al 16,3% del totale *GBV EoP*.

Nel calcolo dei *ratio* relativi all'evoluzione dello *stock* creditizio complessivo occorre infine effettuare una precisazione per quanto concerne la metodologia adottata: la quantificazione dei parametri presentati è stata effettuata tramite l'impiego della media ponderata, calcolata sui singoli soggetti inclusi nello *scope* del campione, in cui i pesi relativi sono stati definiti in riferimento al rapporto del *GBV* a inizio periodo proprio di ogni ente *i*-esimo, rispetto al totale cumulato.

Viene ora presentata in *Figura 10.a* e *Figura 10.b* la sintesi del calcolo dei principali *ratio* per i 10 enti creditizi in esame.

*Figura 10.a - Dettaglio dei ratio relativi allo stock NPL per il campione analizzato (1 di 2)*  
 [Elaborazione basata sui bilanci consolidati dei 10 enti finanziari in esame]

	Gruppo Intesa Sanpaolo	Gruppo Unicredit	Gruppo BancoBPM	Gruppo Iccrea	BNL
<b>NPE ratio</b>	3,1%	3,6%	5,6%	6,9%	5,1%
<b>Recovery rate</b>	7,6%	16,3%	8,1%	14,9%	6,5%
<i>o/w Sofferenze</i>	5,5%	11,7%	4,2%	12,2%	5,6%
<i>o/w UtP</i>	9,3%	18,1%	10,6%	16,6%	8,7%
<i>o/w PD</i>	19,2%	34,1%	30,6%	30,2%	4,7%
<b>Cure rate</b>	3,5%	5,5%	2,0%	4,4%	5,7%

*Figura 10.b - Dettaglio dei ratio relativi allo stock NPL per il campione analizzato (2 di 2)*  
 [Elaborazione basata sui bilanci consolidati dei 10 enti finanziari in esame]

	Gruppo MPS	Gruppo Credit Agricole Italia	Gruppo BPER	Gruppo CCB	Gruppo Credem
<b>NPE ratio</b>	4,0%	3,3%	4,9%	5,5%	2,4%
<b>Recovery rate</b>	15,6%	8,0%	22,9%	16,0%	22,5%
<i>o/w Sofferenze</i>	4,4%	4,2%	7,8%	12,7%	8,8%
<i>o/w UtP</i>	22,1%	11,4%	35,1%	18,1%	32,5%
<i>o/w PD</i>	33,3%	27,0%	30,2%	23,4%	66,0%
<b>Cure rate</b>	5,9%	2,0%	4,7%	3,2%	3,7%

I pacchetti creditizi di caratteristica *non performing*, oggetto della analisi finora presentata relativa alla *asset quality* propria delle banche italiane, possono essere compresi nel perimetro di operazioni commerciali tra i vari soggetti attivi sul mercato (ovvero rispettivamente banche, società veicolo, altri intermediari finanziari e investitori) secondo differenti modalità.

In primo luogo le operazioni di commercializzazione possono essere sviluppate tramite il c.d. metodo diretto, in cui gli investitori (istituzionali e non) possono perseguire l'acquisto dei pacchetti di crediti *non performing* direttamente dalle banche, qualificando gli stessi all'interno del proprio bilancio come attività finanziarie, al fine di perseguire il successivo sviluppo di *master plan* implementativi atti all'effettivo recupero dei crediti (sia tramite la gestione *in-house*, sia tramite l'eventuale ricorso all'*outsourcing*).

In alternativa, gli investitori possono procedere alla stipulazione di accordi commerciali basati su strumenti finanziari che sono legati al rendimento delle esposizioni creditizie, senza tuttavia doverle necessariamente ascrivere all'interno del proprio bilancio. I principali elementi di rilevanza di tale tipologia di operazione, definita come "cartolarizzazione" (o *securitization*), vengono dunque illustrati nel corpo della prossima *Sezione*.

Durante la fase di sviluppo del *deal* relativo al potenziale accordo tra gli investitori e la relativa controparte, viene effettuata una valutazione approfondita delle metriche fondamentali in grado di descrivere il valore economico intrinseco nel *pool* di crediti deteriorati; nel compimento di questo processo (c.d. *Due diligence* finanziaria), effettuata a livello *buyer-side* (ovvero dai potenziali acquirenti degli *asset* in questione), la determinazione dell'importo recuperabile - definito come *Gross Disposal Proceeds (GDP)* - viene in primo luogo sviluppata sulla base dell'ammontare nominale complessivo dei crediti ammessi nell'operazione (rappresentato dal *GBV* alla data di valutazione) e sulla presenza di potenziali fonti ulteriori di recupero, quali le garanzie ipotecarie annesse alle esposizioni creditizie di tipo *secured*.

Altra metrica fondamentale nel processo, è il tempo di recupero (*time-to-recovery*) stimato per gli incassi relazionati alle stesse esposizioni creditizie; la determinazione di tale parametro viene effettuata sulla base dei tempi medi delle procedure giudiziali e stragiudiziali (definita sullo storico delle operazioni precedentemente compiute su

portafogli con struttura equiparabile all'oggetto della transazione) e, qualora siano inclusi nel perimetro dell'operazione esposizioni creditizie di tipo *secured*, sulle tempistiche previste per aste e relativi incassi.

Nel processo di *due diligence* viene infine valutata la stima quantitativa dell'*effort* economico per effettuare le operazioni di recupero, quali, a titolo esemplificativo, le spese legali richieste dal meccanismo giudiziario e i costi annessi alle operazioni di *Servicing*, che verranno presentate in *Sezione 2.3*.

## *2.2 Cartolarizzazioni*

Come indicato, le operazioni di cartolarizzazione rientrano semanticamente nel perimetro delle differenti modalità di gestione potenzialmente adottabili da un ente creditizio nel processo di commercializzazione dello *stock* di esposizioni non *performing*; nella trattazione vengono ora in primo luogo presentati i concetti generali associati a tale strumento finanziario e le sue origini, per poi sviluppare una analisi più approfondita delle differenti tipologie potenzialmente fruibili dagli operatori.

Con il termine “cartolarizzazione” si fa riferimento ad una operazione di finanza strutturata articolata nella fattispecie sul concetto di cessione del credito, tramite cui una o più attività finanziarie - in primo luogo di caratteristica tipicamente illiquida - affronta un processo di trasformazione che porta ad una evoluzione della natura stessa dell'*asset* in questione (definito nelle operazioni di cartolarizzazione come “sottostante”), fino al raggiungimento di uno strumento finanziario liquido e più facilmente negoziabile sia da investitori istituzionali che privati.

Le prime attività di *securitization* a livello globale sono state sviluppate negli Stati Uniti durante gli ultimi anni del decennio 1970/1980, e si sono articolate in prima istanza sui mutui ipotecari, in risposta a esigenze specifiche di finanziamento nell'ambito dell'edilizia residenziale; nel corso degli anni immediatamente successivi alla prima innovativa introduzione, tale tipo di operazione ha trovato potenziale fertile applicazione lungo un ampissimo spettro di tipologie di credito (quali, a titolo esemplificativo, crediti legati alle operazioni di *leasing*, crediti derivanti da concessione

di carte di credito e crediti erogati per l'acquisto di strumenti eterogenei, indipendentemente dalla loro natura).

L'attività di *securitization* è rimasta confinata nel perimetro degli USA fino a metà degli anni '80, periodo in cui tali operazioni hanno iniziato a trovare un riscontro significativo anche in Europa; le cartolarizzazioni sono state invece recepite dal nostro ordinamento nazionale con la legge del 30 aprile 1999 (n. 130) "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti", al fine di consentire l'allineamento del nostro Paese agli altri Stati dell'eurozona finanziariamente più avanzati, e favorire lo sviluppo un mercato creditizio più liquido e di maggiori dimensioni.

### 2.2.1 *Cartolarizzazioni tradizionali*

Passando alla analisi della struttura di una operazione di cartolarizzazione, l'attività finanziaria illiquida in oggetto ha la peculiarità di portare alla generazione di flussi di cassa tipicamente sul medio-lungo termine (questo vale ad esempio per i finanziamenti erogati dall'intermediario a un individuo/ impresa per l'acquisto di un bene immobile o di un *asset* produttivo); con il compimento del processo di "trasformazione", l'investitore a valle del processo si qualifica come detentore di titoli obbligazionari sovrastanti ai crediti, definiti come *Asset Backed Securities (ABS)*, il cui rimborso è legato all'incasso dei crediti stessi.

Il processo di cartolarizzazione si sviluppa lungo differenti fasi; in primo luogo, l'intermediario che decide di avviare l'operazione (definito come *originator*) procede con l'individuazione degli *asset* che costituiranno l'oggetto della cartolarizzazione. Tipicamente i crediti inclusi nel processo hanno già raggiunto lo stato di *non performing*, o sono prossimi allo stesso, dunque sono oggetto di alto rischio di inadempimento, e presentano *duration* di medio-lungo termine (per questo motivo i crediti in questione sono definiti come "illiquidi", quindi soggetti a ingenti difficoltà di smobilizzo dal bilancio dell'*originator*); in relazione al diverso grado di rischio presentato, con legame univoco riferito al livello di subordinazione (c.d. *seniority*) per quanto concerne il rimborso del capitale all'intermediario finanziario, i crediti in analisi

vengono convertiti in note di cartolarizzazione, che si articolano su differenti livelli di rischio/ rendimento:

- *Tranche junior* – rappresenta il livello di crediti a cui è associato il rischio creditizio più alto; la *tranche junior* è la prima ad assorbire le perdite derivanti dal mancato rimborso del sottostante e, per tale aspetto, presenta di conseguenza il rendimento potenziale maggiore per gli investitori (i finali acquirenti delle note di cartolarizzazione), che solitamente si attesta nell'intervallo 12-14%;
- *Tranche mezzanine* – si posiziona a metà tra le altre due tipologie di *tranche* in riferimento al rischio di inadempimento del rimborso; alla luce di ciò questo tipo di *tranche* prospetta agli investitori un rendimento intermedio, tipicamente attorno al 6-8%;
- *Tranche senior* – presenta un rischio legato al mancato rimborso nettamente inferiore rispetto alle altre due categorie, in quanto questa tipologia intercorre in perdite effettive solo in caso di totale azzeramento del valore delle altre (*junior* e *mezzanine*), a causa dell'assorbimento cumulato delle perdite manifestatesi; per le *tranche senior* il rendimento, alla luce del minor rischio, è solitamente compreso tra il 2-3%;

Nella fase successiva alla individuazione e categorizzazione del sottostante nelle rispettive note di cartolarizzazione, avviene la cessione delle stesse da parte dell'ente *originator* in favore di una c.d. società veicolo (*Special Purpose Vehicle, SPV*), soggetto terzo tipicamente generato nel processo di *securization* dal cedente - o da altri soggetti da questo incaricati - ,ma giuridicamente separato da esso; la società veicolo viene costituita al fine di svolgere il ruolo di primo cessionario dei crediti compresi nel perimetro dell'operazione, interponendo la propria autonomia patrimoniale e giuridica tra gli acquirenti finali (gli investitori) e l'*originator*, in modo da permettere così a quest'ultimo la *derecognition* - tramite la c.d. cessione *pro soluto*<sup>18</sup> dei crediti dal proprio bilancio, e tutelarlo da eventuali conseguenze derivanti dal mancato rimborso dei debitori (i soggetti ceduti).

---

<sup>18</sup> Modalità di cessione secondo la quale il cedente (ovvero il soggetto che cede il credito) non è più responsabile delle inadempienze potenzialmente scaturibili nei confronti del cessionario (l'acquirente dei crediti). Con tale modalità l'ex creditore non ha più alcun vincolo relativo alla solvibilità del debitore del credito;

L' *SPV*, al fine di poter ottenere il finanziamento necessario per l'acquisto del pacchetto creditizio dall'*originator*, effettua la collocazione sul mercato di titoli obbligazionari (*ABS*), che saranno acquistati dai singoli investitori interessati, o eventualmente da una banca di investimento che si occuperà della successiva collocazione agli acquirenti finali, con diretta garanzia di rimborso basata sul sottostante creditizio: con tale configurazione il rimborso di capitale e interessi degli stessi titoli viene infatti univocamente vincolato all'effettivo recupero dei crediti inizialmente inseriti nella *securitization*.

In questo quadro la società veicolo, oltre a fungere da "scudo" al cedente per mezzo della propria autonomia patrimoniale, si caratterizza anche come un efficace strumento di garanzia per gli investitori: alla luce della separazione del sottostante dal patrimonio dell'*originator*, gli acquirenti finali delle note di cartolarizzazione rimangono esposti esclusivamente al rischio correlato al portafoglio di crediti individuato, che risulta di conseguenza totalmente distaccato dal complesso delle attività detenute e gestite dall'intermediario finanziario in capo al processo, nonché insensibile alle sue *performance* economiche generali.

In coerenza con tale caratteristica strutturale, l' *SPV* non può praticare lo svolgimento di attività diverse dall'acquisizione dei crediti contemplati nell'operazione e dall'emissione dei titoli obbligazionari a questi collegati, quali ad esempio investimenti compiuti con finalità di diversificazione del portafoglio in *asset* finanziari di natura alternativa.

Nell'operazione di cartolarizzazione assume dunque rilevanza fondamentale, la relazione triangolare che si viene a costituire tra investitore, *Special Purpose Vehicle* ed ente creditizio; in particolare, per quest'ultimo soggetto il processo di *securitization* diventa uno strumento fondamentale nel conseguimento di ingenti quantità di finanziamenti liquidi nel breve periodo, rispetto alla conservazione nel proprio bilancio di *asset* difficilmente smobilizzabili e in grado di generare flussi di cassa in un arco temporale molto più esteso, tipicamente di lungo termine: la liquidità ottenuta con il processo in analisi permette infatti la conseguente liberazione di capitale regolamentare da parte dell'intermediario finanziario e, successivamente, la sua nuova riallocazione.

D'altro canto, con lo sviluppo dell'operazione si verifica lo *shift* del rischio di mancato rimborso rispettivamente dall'*originator* all'acquirente ultimo, che, in relazione al proprio *risk appetite*, adotterà la strategia di investimento più opportuna rispetto alle differenti tipologie di *tranche* emesse nel compimento del processo; al fine evitare comportamenti opportunistici (quali, ad esempio, il c.d. *moral hazard*<sup>19</sup>) da parte dell'intermediario finanziario a monte del processo, e di garantire un effettivo allineamento di interesse con l'acquirente finale a valle dello stesso, è presente l'obbligo per l'*originator* (o, eventualmente, per altri soggetti terzi potenzialmente presenti nella filiera dell'operazione, quali lo *sponsor*<sup>20</sup> o il *servicer*) di attuazione della c.d. *risk retention*.

Con tale terminologia si intende un vincolo quantitativo riferito alla detenzione di una percentuale minima predeterminata - per le operazioni di *securitization* delle *non-performing exposure* attualmente pari al 5% - rispetto al totale delle note di cartolarizzazione emesse nel processo; la stessa soglia quantitativa è stata specificata dall'*EBA* nella pubblicazione "*Regulatory Technical Standard*" (*RTS*), documento (il cui ultimo aggiornamento è stato reso effettivo nell'aprile 2022) in cui sono definiti requisiti riferiti alle modalità di attuazione della *risk retention*, le relative procedure utili per la misurazione, le politiche di *retention* su base consolidata per i gruppi bancari e il perimetro di attuazione di eventuali deroghe.

Secondo quanto evidenziato dalla stessa *EBA* nella nota esplicativa del documento, "il requisito minimo di *retention* del 5% è fondamentale per garantire che le parti *sell side* mantengano la cosiddetta *skin in the game*", vincolando in maniera effettiva la propria partecipazione all'operazione e permettendo così un adeguato allineamento di interessi con i destinatari finali del prodotto finanziario.

Tra le differenti modalità di *retention* potenzialmente adottabili dall'*originator*, le principali sono:

- *Vertical slice* – metodologia tramite cui la *risk retention* viene sviluppata sul 5% del rispettivo valore nominale all'emissione di ogni nota di cartolarizzazione al

---

<sup>19</sup> Termine che identifica la tendenza di una parte a praticare opportunismo post contrattuale, perseguendo i propri interessi a discapito della controparte;

<sup>20</sup> Per *sponsor* si intende lo specifico ente creditizio che organizza e gestisce il processo di emissione delle *Asset Backed Securities*;

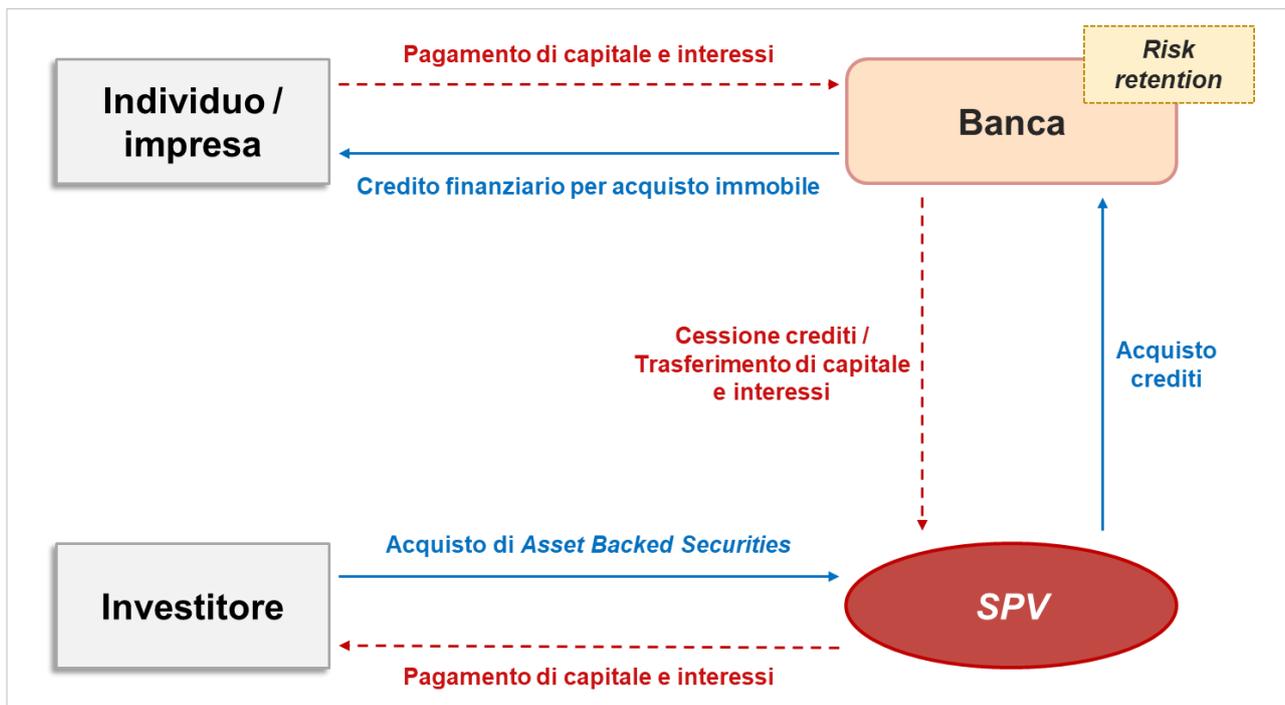
compimento dell'operazione;

- *Random selection* (anche definita come *cherry picking*) – metodologia tramite cui la *risk retention* viene sviluppata con approccio randomico sul totale delle note di cartolarizzazione emesse al compimento dell'operazione, fino al raggiungimento della soglia minima;
- *Revolving asset* – metodologia tramite cui la *risk retention* viene sviluppata sul 5% del valore nominale degli *asset* (ovvero i crediti) sottostanti alle note di cartolarizzazione emesse al compimento dell'operazione;

Quanto finora esposto vale per le c.d. cartolarizzazioni tradizionali, in cui, come osservato, si verifica la cessione creditizia *pro-soluto*; al fine di una più immediata comprensione, viene presentata in *Figura 11* una rappresentazione schematica dei soggetti e dei flussi di capitale compresi nel processo.

In caso di mancato allineamento dell'ente ai livelli minimi di *retention* definiti, sono previste sanzioni - con dirette conseguenze sul bilancio del soggetto trasgressore - di natura amministrativa e patrimoniale, quali l'immobilizzazione di capitale aggiuntivo, il cui ammontare è determinato in base all'autoregolamentazione nazionale propria di ogni Stato membro UE.

*Figura 11 - Rappresentazione di una operazione di cartolarizzazione tradizionale  
[Rielaborazione basata su Consob | "la Securitization"]*



### 2.2.2 *Cartolarizzazioni sintetiche*

Qualora il processo di cartolarizzazione si basi esclusivamente su un sottostante creditizio in uno stato identificabile come pienamente *performing*, una possibile alternativa alla forma tradizionale della *securitization* è costituita dalla cosiddetta cartolarizzazione sintetica.

In una operazione di cartolarizzazione sintetica il rischio legato al mancato rimborso non viene contrastato mediante la cessione *pro-soluto* dei crediti, in quanto gli stessi rimangono nel bilancio dell'intermediario finanziario in capo al processo, ma si sviluppa una copertura del rischio mediante l'impiego di polizze, strumenti derivati o *cash collateral*; uno dei principali vantaggi derivanti da tale tipo di configurazione consiste nel fatto che l'intermediario finanziario mantiene, a prescindere dallo sviluppo dell'operazione, la relazione con la clientela, instauratasi nel momento di *origination* dell'esposizione creditizia.

Le cartolarizzazioni sintetiche, a differenza di quanto osservato nell'analisi delle operazioni di *securitization* tradizionali, non sono però adottabili, come indicato, per lo smobilizzo di sottostante creditizio deteriorato, in relazione alla struttura stessa dell'operazione: una delle principali finalità del processo di cartolarizzazione, secondo quanto evidenziato, è la riduzione perseguita da parte dell'intermediario finanziario del rischio di credito tramite il fenomeno di *shift* dello stesso verso l'investitore a valle, in particolar modo tramite l'allocazione delle tranche *junior*.

Nell'eventualità di un sottostante creditizio *non performing*, il rischio di credito è effettivamente già in corso di manifestazione, di conseguenza una ipotetica cessione *pro-solvendo* (con cui il cedente rimane responsabile della solvibilità di controparte) non è efficace nella perseguimento della finalità di *de-risking*, a differenza dell'utilizzo delle *securitization* tradizionali, che sono invece impiegabili per cercare di limitare gli effetti finanziari negativi riconducibili alla fattispecie di mancato rimborso del sottostante.

Anche questo tipo di operazione ha trovato una estesa applicazione nel processo di risposta globale da parte dell'Unione Europea alla crisi pandemica e finanziaria globale scaturita dalla diffusione del Covid-19.

In particolare, il Consiglio Europeo<sup>21</sup> ha varato - nel contesto normativo relativo alla messa a terra di supporto economico agli Stati UE maggiormente colpiti dalle conseguenze della crisi - l'istituzione di un Fondo europeo di Garanzia, la cui gestione è stata affidata alla direzione del gruppo BEI (composto dal Fondo europeo per gli investimenti e dalla Banca europea per gli investimenti). Il Fondo europeo di Garanzia, sviluppato su una dotazione complessiva di poco inferiore a 1,5 miliardi di euro, persegue il ruolo di soggetto garante per le operazioni di cartolarizzazione sintetiche tramite la vendita effettiva della protezione su determinati segmenti di rischio annessi ai portafogli idonei (i.e. ovvero rispettanti determinati requisiti quantitativi); in cambio dell'erogazione del servizio offerto, gli enti creditizi aderenti si faranno carico di una commissione determinata dallo stesso venditore di protezione.

Tale manovra si pone l'obiettivo di portare allo smobilizzo di nuove erogazioni creditizie per un valore complessivo superiore ai 12 miliardi di euro, principalmente destinati al finanziamento delle piccole e medie imprese dislocate all'interno dei confini dei 22 Stati europei aderenti all'iniziativa, soddisfacendo così una buona parte della liquidità necessaria alle differenti realtà produttive impiegata nel percorso di recupero dalla crisi economica.

## *2.3 Servicing*

### *2.3.1 Orizzonte operativo e principali categorie*

Nel perimetro della filiera relativa alle operazioni di commercializzazione delle esposizioni creditizie e dei prodotti finanziari strutturati derivati dalle stesse, quali le cartolarizzazioni e gli strumenti di copertura precedentemente descritti, assume notevole rilevanza la figura del *servicer*; con tale terminologia si fa riferimento in senso lato all'intermediario finanziario a cui sono assegnate diverse attività, tra cui l'effettiva

---

<sup>21</sup> Il Consiglio Europeo è il corpo collegiale che definisce la direzione politico - economica e le priorità dell'Unione Europea;

riscossione dei crediti trasferiti, la gestione dei servizi di cassa e di pagamento verso gli attori a monte e a valle presenti nel processo, le verifiche di aderenza alla legge delle stesse operazioni.

Al *servicer* sono dunque potenzialmente affidate da un lato mansioni di carattere prettamente operativo – relative alla gestione puntuale degli attivi inseriti nel perimetro della *securitization* – dall'altro di natura legale e amministrativa – inerenti all'analisi di conformità normativa e di tutela degli interessi, sia dei diretti sottoscrittori dei titoli, sia, più generalmente, dell'intero mercato. In relazione alla tipologia di attività effettuata, si individuano *de facto* differenti categorie di *servicer*, tipicamente identificate nelle seguenti:

- *Master servicer* – tale soggetto ha il compito di effettuare la verifica degli adempimenti normativi e di *regulatory reporting*, svolgendo quindi mansioni di alto livello relative al *management* degli altri *servicer* esercenti sull'orizzonte operativo, gerarchicamente sottostanti nel processo. Il *Master servicer* è inoltre il soggetto che tipicamente viene sottoposto a vigilanza prudenziale, in accordo con quanto disposto nel perimetro normativo dell'ex. Art.106 del *Testo Unico Bancario* (TUB<sup>22</sup>);
- *Special servicer* – lo *Special servicer* è il soggetto a cui vengono assegnate le mansioni di carattere operativo, tra cui si identificano la effettiva riscossione delle esposizioni creditizie cedute dall'*originator* e la strutturazione dei servizi di gestione dei pagamenti verso le altre parti incluse nell'operazione; tale operatore, a differenza del *Master servicer*, non è sottoposto a vigilanza prudenziale, tuttavia per l'esercizio della propria attività deve essere titolare della licenza definita dall'ex. Art. 115 del *Testo Unico delle Leggi di Pubblica Sicurezza* (TULPS<sup>23</sup>);
- *Back-up servicer* – questa tipologia di *servicer* si caratterizza come ente subentrante in una operazione di cartolarizzazione tipicamente già avviata, nell'eventualità in cui si manifesti l'impossibilità al proseguimento della stessa

---

<sup>22</sup> Il Testo Unico Bancario è la raccolta di riferimento per la normativa del settore creditizio, è stato emanato dalla Repubblica Italiana ed entrato in vigore dal 1° gennaio 1994;

<sup>23</sup> Il Testo Unico per le Leggi sulla Pubblica Sicurezza regola attività e autorizzazioni ottenibili da persone giuridiche;

da parte di uno degli intermediari finanziari in precedenza definiti in fase di strutturazione del processo. Il *Back-up servicer* può svolgere all'occorrenza sia il ruolo di *Master* che di *Special servicer*;

L'attività di *servicing* è disciplinata all'interno del perimetro nazionale dal decreto legislativo n. 130/99, che riserva la possibilità di svolgimento delle attività di riscossione del sottostante creditizio ceduto tramite la strutturazione di un processo di cartolarizzazione – e la conseguente gestione dei servizi di cassa e di pagamento – alle banche e agli intermediari finanziari iscritti all'albo definito nell' ex. Art.106 del TUB (come disposto dal decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993).

Qualora infatti il *servicer* non figuri all'interno dell'albo indicato dall'ex art. 106 TUB, può praticare le proprie attività di *servicing* limitatamente ai pacchetti creditizi esterni al perimetro della *securitization*; tuttavia, come indicato nella precedente classificazione, al fine di poter esercitare questa tipologia di mansione, è comunque richiesta la presenza della licenza indicata dall'ex art.155 TULPS.

### *2.3.2 Overview del mercato del servicing*

Passando a una riesamina del contesto di mercato all'interno della stessa industria, risulta evidente come la stessa sia caratterizzata da una grande concentrazione dei soggetti esercenti, con pochi operatori a cui viene affidata la gestione della quasi totalità delle operazioni compiute.

In particolare, esaminando i dati quantitativi presentati nel *market watch* - pubblicato annualmente da *Banca Ifis* - dal titolo "Mercato delle transazioni *NPL* e industria del *servicing*", incentrato sulla evoluzione della prassi di commercializzazione del credito deteriorato e sul conseguente allineamento dei principali *servicer* a livello italiano, risulta evidente come negli ultimi anni i volumi del complessivo giro di affari dei principali *servicer* nazionali abbiano avuto un netto incremento, e il settore sia dominato dai pochi *player* di grandi dimensioni.

Più nello specifico, analizzando il *data set* reso pubblico dalla banca tra il 2015 e il 2018 sono state effettuate operazioni di *servicing* su sottostante creditizio deteriorato per un controvalore complessivo pari a 266 miliardi di euro; circa il 45% del valore totale di tali operazioni è stato gestito dai primi 8 *servicer* per dimensioni del mercato italiano, di cui ben il 25% è stato preso in carico dai 3 *player* principali per il periodo in analisi - rispettivamente *DoValue* (11%), *Cerved Credit Management* (8%) e la stessa *Banca Ifis* (6%). Del 55% restante, il 44% del valore complessivo dato dalla commercializzazione dei crediti *non-performing* in questione (corrispondente a 118 miliardi di euro) è stato gestito direttamente dalle banche, mentre solo 11% residuo è stato affidato a altri *servicer* di minori dimensioni non compresi nell'ottetto.

Passando invece alla riesamina dei dati relativi al biennio 2020 - 2021, gli stessi indicano chiaramente come il giro d'affari per i maggiori *player* abbia avuto un ulteriore sviluppo, e tale occorrenza sia dunque osservabile anche in un arco temporale molto ristretto: nel 2021, i principali 10 *servicer* nel 2021 hanno avuto in gestione un *Gross Book Value* di *NPE* pari a 311 miliardi di euro, a fronte di 299 miliardi rilevati nell'annualità precedente, con un incremento di oltre 350 punti base sul totale.

Dato allineato con la crescita di *stock* complessivo sotto *management* del principale *player* sul mercato del periodo in considerazione, ovvero *DoValue*, che ha evidenziato un incremento del valore del volume creditizio in gestione da 80,5 a 82,3 miliardi di euro (+ 2,3%); si riscontra invece una significativa contrazione per il secondo e il terzo *servicer* operanti sul mercato per volumi complessivi, quali *Intrum* e *Cerved Credit Management*, che mostrano rispettivamente una diminuzione relativa pari a -7,5% e -2,8% dello *stock* complessivamente gestito nel 2020, risultato pari a 44,1 e 38,5 miliardi di euro. È interessante inoltre notare come il *leader* di mercato *DoValue* detenga sotto *management asset* creditizi per un valore complessivo prossimo alla somma del *business* di secondo e terzo operatore, a segno di un notevole *gap* dimensionale, acuito ulteriormente nell'ultimo biennio.

I dati rappresentati evidenziano in modo significativo la forte concentrazione del settore: come espresso nello stesso *market watch*, l'unica possibile modalità per i *player* di piccole dimensioni atta alla continuazione del proprio operato nell'industria in analisi è relativa allo sviluppo di operazioni straordinarie; in particolare, la prima via percorribile è quella della fusione con operatori medio-piccoli, di maggiore efficacia

sviluppata con altri *servicer* operanti su *target* territoriali e/o con *know-how* specifico su tipologie creditizie differenti, al fine di aumentare l'estensione dell'offerta e rendere la stessa più appetibile agli occhi di intermediari finanziari e investitori istituzionali, quali potenziali clienti.

Una possibile alternativa alle operazioni di fusione per i *player* di seconda fascia è costituita dalla eventualità di strutturare una acquisizione di piattaforma aziendale e dei rispettivi crediti sotto gestione con gli operatori di maggiori dimensioni, che possono potenzialmente maturare un forte interessamento nello sviluppo dell'operazione straordinaria in questione: i *servicer* più rilevanti operanti sul mercato potrebbero infatti valutare l'acquisizione di *player* di minori dimensioni per differenti motivazioni di natura strategica, quali a titolo esemplificativo, il perseguimento di operazioni di carattere difensivo verso nuovi operatori emergenti identificabili come potenziale minaccia strategica nel medio-lungo termine, una ulteriore espansione del *business* a livello di copertura territoriale o di offerta di servizi verso la clientela, oppure l'acquisto di *know-how* specifico differente rispetto alle *core competences* sviluppate a livello interno.

Proprio alla luce di quest'ultimo punto, nel perseguimento dello studio di settore risulta evidente la vasta eterogeneità della composizione creditizia per quanto riguarda l'*Asset under Management (AuM)* dei *player* di maggiori dimensioni, a segno di una segmentazione dell'offerta di servizi verso la clientela ben delineata: i principali attori hanno infatti sviluppato differenti modelli di *business*, risultati dalla combinazione di ricerca del posizionamento ottimale nel mercato e migliore *performance* economica perseguibile; a tale fine viene presentata in *Figura 12* una sintesi della composizione delle esposizioni creditizie per i primi 8 *servicer* sul mercato in termini di volumi complessivi di gestiti, con dettaglio relativo (ove sia stata effettuata *disclosure* da parte degli stessi) alla presenza / assenza di garanzie sottostanti, e la distribuzione sul territorio nazionale.

Come evidenziato in *Figura 12*, il principale attore di mercato *DoValue* evidenzia una allocazione del proprio portafoglio in gestione per due terzi in esposizioni *unsecured*, il secondo valore più alto nel *pool* considerato, successivo solo a quanto presentato dalla sezione di *NPL Servicing* di *Banca Ifis*, mentre gli altri 6 *servicer* in

considerazione presentano una differenza tra l'allocazione *secured* e *unsecured* meno significativa.

Figura 12 - Breakdown dell'AuM dei principali 8 servicer italiani  
 [Rielaborazione basata su PwC | "The italian NPE market" e Banca Ifis | "market watch 2021 "]

	Total AuM (Mld€)	% Secured	% Unsecured	% Nord	% Centro	% Sud
doValue	82,3	34%	66%	42%	27%	31%
Intrum	41	48%	52%	n.a.	n.a.	n.a.
Cerved Credit Management	36,1	55%	45%	35%	41%	24%
AMCO	33,4	51%	49%	51%	26%	23%
Prelios	33,1	60%	40%	54%	23%	23%
Banca IFIS (NPL Servicing)	24,4	6%	94%	37%	24%	39%
Gardant	19,4	56%	44%	58%	23%	19%
Crif	14,4	51%	49%	33%	35%	32%

Per quanto riguarda invece la ripartizione delle masse gestite all'interno del perimetro nazionale, *Gardant*, *Amco* e *Prelios* sviluppano il proprio *business* prevalentemente nell'area settentrionale, *Crif* mostra una ripartizione praticamente paritetica all'interno delle 3 macro-aree individuate nel nostro Paese, mentre per *Ifis* non è stato possibile individuare l'evidenza dei rispettivi dati in analisi, in quanto dallo stesso ente non è stata effettuata la relativa *disclosure*.

La differente composizione dei portafogli per il campione oggetto di analisi relazionata alla gestione di esposizioni creditizie di tipo *secured* e *unsecured* trova riscontro nelle differenti caratteristiche strutturali e nelle operazioni necessarie per una gerenza specializzata applicabile su queste tipologie di *asset class*. In particolare, per quanto riguarda i crediti *secured*, l'attività di recupero può essere sviluppata sia tramite approccio giudiziale, sia per modalità stragiudiziali.

Nel primo caso, sono necessarie alcune attività operative specifiche (tipicamente compiute da attori esterni alle parti coinvolte nella strutturazione del *deal* commerciale, con *know-how* approfondito in materia), necessarie per portare all'avanzamento del meccanismo giudiziale, tra cui l'assegnazione dell'incarico iniziale al legale domiciliatario per l'avvio degli eventi, la verifica e riesamina degli atti giudiziari emessi nel processo, il monitoraggio dello stato di avanzamento delle attività e il relativo aggiornamento continuo di sistemi informativi e gestionali.

Nel processo di recupero stragiudiziale tipicamente le tempistiche sono meno estese, e la parte atta al recupero crediti entra in accordi diretti con il debitore tramite *mailing* e contatti telefonici; dal primo confronto, le parti tipicamente definiscono in modo congiunto i c.d. piani di rientro (ovvero gli accordi volti a rimodulare le tempistiche previste per l'erogazione della liquidità richiesta al soggetto insolvente) - che durante l'effettivo avanzamento delle operazioni di recupero possono essere ulteriormente aggiornati, garantendo così al debitore la massima flessibilità e al contempo ottimizzando l'ammontare dei flussi economici recuperabili.

Oltre alle caratteristiche sinora presentate, bisogna inoltre tenere in considerazione che tutte le informazioni catastali relazionate agli immobili, riesaminate nella prima fase di *assessment*, siano poi affinabili in un secondo momento per mezzo delle visure ipocatastali e della valutazione mirata degli stessi *asset* oggetto di garanzia, in quanto in molti casi le informazioni relative agli immobili messe a disposizione dall'ente *originator* non risultano attendibili, a causa del mancato aggiornamento delle stesse rispetto alle necessità e contingenze proprie del debitore emerse nella fase di sviluppo dell'accordo commerciale.

Secondo quanto riportato nella pubblicazione "*Nota di stabilità finanziaria e vigilanza – n.27*" pubblicata da Banca d'Italia nel novembre 2021 (la più recente a disposizione), osservando in primo luogo i tassi di recupero rispetto al *Gross Book Value* delle esposizioni creditizie in sofferenza di tipo *secured* e *unsecured*, risulta all'evidenza come tali parametri siano legati a differenti livelli di *performance*. In particolare, il tasso medio di recupero sui *Bad loans* assistiti da garanzie reali si è attestato su un valore prossimo al 40% (a fronte di una rilevazione risultata pari al 35% nell'anno precedente).

Per quanto riguarda invece i *Non performing loans* di tipo *unsecured* il tasso medio di recupero è stato pari al 26%. Considerando i dati in termini complessivi, il tasso medio di recupero generale si è attestato dunque su un valore del 36%, a fronte del 31% riscontrato nel 2019. Si sono inoltre evidenziate difformità tra le due categorie in analisi anche per quanto concerne il prezzo registrato nelle operazioni commerciali sviluppate nel 2020 in relazione a tale tipologia di strumento finanziario: il prezzo delle esposizioni in sofferenza oggetto di operazioni di cessione nell'anno in considerazione (come indicato dalla stessa Banca d'Italia, ottenuto sulla base della sottostante rilevazione annuale sviluppata a partire dal 2016 su un *pool* molto numeroso di operazioni commerciali) si è attestato su un livello pari al 24% del *GBV* - registrato a bilancio nell'istante della cessione.

Tale parametro risulta nella fattispecie sostanzialmente inalterato se confrontato con la rilevazione maturata nell'anno precedente, a fronte di una *seniority* media stabile presentata dalle esposizioni oggetto di cessione; in particolare, il prezzo si è attestato al 35% per i *Bad loan* di tipologia *secured*, mentre è risultato pari al 10% (con un calo di circa 200 punti base rispetto al 2019) per le esposizioni non assistite da un collaterale di garanzia ammissibile. Analizzando invece il mercato in questione da un punto di vista più distaccato, le operazioni di cessione hanno rappresentato la vasta maggioranza se paramtrate rispetto al totale delle posizioni chiuse (circa il 77%), anche se il dato in osservazione risulta complessivamente minorato rispetto ai livelli su cui si è attestato in media nelle annualità precedenti - ovvero sopra all'80% - proprio perché, come indicato, l'evento pandemico ha portato al rallentamento delle operazioni gestite in via giudiziale (per le chiusure dei tribunali), contribuendo così alla riduzione delle posizioni chiuse.

Prendendo in considerazione l'universo delle esposizioni creditizie deteriorate da un punto di vista prospettico più ampio, risulta desumibile come il mercato del *servicing* si stia caratterizzando, in particolar modo negli ultimi anni, come un settore con elevate potenzialità di sviluppo, con parametri di crescita maggiorati anno per anno - sia in termini di volumi totali di esposizioni *non performing sotto management* (come osservato nella precedente analisi), sia in termini di valore cumulato apportato da parte degli operatori in tutto il perimetro di estensione della *value chain*, sia per quanto riguarda il numero complessivo delle operazioni commerciali portate a termine.

Il processo di sviluppo affrontato da questa industria è dunque definibile come un percorso di crescita effettivo e duraturo (malgrado l'andamento altalenante affrontato dal mercato *NPE* nel periodo di osservazione compreso tra il 2008 e il 2021), e non come fase transitoria o di mero riassetamento.

Tale considerazione trova infatti fondamento in relazione allo scenario di cambiamento che si sta prospettando nel mercato creditizio direttamente antistante rispetto al settore di applicazione del *servicing*, a partire dalla gestione dello *stock* creditizio in seguito alla comparsa dei primi segnali di deterioramento: essendo infatti legati intrinsecamente da un lato il processo di monitoraggio dello stato di deterioramento dei crediti e dall'altro la successiva gestione dei recuperi dei flussi di cassa derivanti dagli stessi, si prospetta un cambiamento di natura strutturale dell'industria in questione, in riferimento al grande incremento in termini di rilevanza per quanto concerne lo *stock* totale di crediti *Unlikely to Pay* e *Stage 2* nei bilanci degli intermediari finanziari, italiani e europei.

Queste *asset class*, come indicato in *Sezione 1.3*, stanno infatti manifestando una rilevanza crescente rispetto al totale delle esposizioni creditizie, dunque, si sta rendendo sempre più necessaria una gestione *ad hoc* anche da parte di questa fascia di operatori. Nel contesto finora presentato è ragionevole supporre che siano state le medesime iniziative di *derisking* promosse dalle stesse Autorità di Vigilanza ad accrescere, seppur indirettamente - tramite la manifestazione di un effetto "domino" legato alla variazione dello stato di deterioramento dei crediti compresa nel perimetro degli accordi commerciali tra le parti -, le opportunità di *business* per le imprese operanti nel settore del *servicing*.

### *2.3.3 Le linee guida del Supervisor*

In riferimento al notevole sviluppo che si sta delineando per tale industria nel corso degli ultimi anni, trova rilevanza la pubblicazione dell'11 novembre 2021 "*Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischio e linee di vigilanza*", effettuata da parte di Banca d'Italia.

Il documento è stato pubblicato dal *Supervisor* nazionale con l'obiettivo di portare all'attenzione degli intermediari finanziari e degli altri soggetti operanti, in particolar modo quelli soggetti a vigilanza, i principali punti di criticità e le "zone grigie" dello stesso settore, con la finalità di definire delle opportune linee guida legate alla prassi esecutiva; seppur le stesse indicazioni non siano ancora state rese vincolanti, sono comunque adottabili da parte dei principali operatori nella loro operatività ordinaria al fine di garantire un adeguato allineamento alla *best practice* di settore, e garantire così una maggiore trasparenza alla totalità dei soggetti praticanti nello stesso mercato.

In particolare, in accordo con quanto prescritto dalle disposizioni di vigilanza definite dalla Banca d'Italia, i processi di analisi, controllo e monitoraggio dei portafogli comprensivi di crediti soggetti a cartolarizzazione dovrebbero essere effettuati dai *servicer* con cadenza semestrale, tramite un presidio concreto delle rispettive divisioni di *risk management*. Per garantire un allineamento verso tale obiettivo, i *servicer* dovrebbero redigere una apposita relazione, contenente i prospetti informativi relativi all'andamento delle operazioni di riscossione del sottostante creditizio e di erogazione dei servizi di pagamento verso i sottoscrittori finali dei titoli.

Più nello specifico, nell'eventualità in cui si verificano scostamenti di rilievo rispetto a quanto definito in fase di strutturazione del *business plan* operativo, tali difformità dovrebbero essere presentate e giustificate nella relazione, che, al verificarsi di tale fattispecie, dovrebbe inoltre specificare eventuali azioni di *contingency* opportunamente preventivate, atte all'effettivo riallineamento con il *master plan* implementativo.

In secondo luogo, in linea con quanto specificato nelle indicazioni dello stesso documento, dovrebbero essere incrementati anche i presidi di supervisione da parte delle funzioni interne, tra cui, a titolo esemplificativo, sono comprese il controllo di gestione, la funzione *compliance* e l'*internal audit*; in particolare, per quest'ultima divisione aziendale, dovrebbe essere incrementata la frequenza delle azioni di verifica in merito allo stato di adeguatezza dei processi di monitoraggio e *management* sul sottostante creditizio oggetto della cartolarizzazione.

Un altro punto chiave per quanto concerne la *governance* nel processo di *servicing* è la possibilità di esternalizzazione delle operazioni di riscossione dei crediti cartolarizzati, tramite l'instaurazione di contratti privati con soggetti terzi.

La sempre più frequente prassi di *outsourcing* delle attività operative legate all'effettiva riscossione del credito deriva dall'esigenza da parte del *Master servicer* (o di altri *servicer* gerarchicamente sottoposti allo stesso) di avvalersi di soggetti ad elevata specializzazione, e con *know-how* specifico su tipologie di esposizioni creditizie simili a quelle incluse nell'operazione. Seppur gli accordi contrattuali siano rimandati alla libera volontà delle parti coinvolte, secondo gli organismi di vigilanza deve essere tuttavia salvaguardata, durante tutto il periodo temporale di sviluppo dell'operazione – e a prescindere da accordi esterni con altre parti coinvolte – la trasparenza nei confronti del detentore finale delle note di cartolarizzazione, quale parte “debole” nell'accordo di *servicing*.

Alla luce di tale considerazione, secondo le disposizioni indicate dalle autorità di vigilanza, il contratto che sviluppa la struttura e le modalità di *outsourcing* con soggetti terzi dovrebbe in ogni caso prevedere la presenza di clausole contrattuali di sicurezza in capo al *servicer*, che contemplino così la facoltà per lo stesso operatore di poter praticare controlli periodici sulle parti terze coinvolte, sviluppando in tal modo la possibilità di verificare la diligenza delle valutazioni effettuate dai soggetti esterni, di individuare eventuali punti di criticità nella gestione ordinaria e straordinaria del sottostante creditizio e di valutare così il livello di efficacia nelle metodologie impiegate per le procedure di incasso.

Le considerazioni sviluppate in tal senso dal *Supervisor* trovano fondamento in relazione alla presenza nel settore di elevate asimmetrie informative tra i vari soggetti operanti nelle diverse fasi della *value chain* e i sottoscrittori finali delle note di cartolarizzazione; oltre alle criticità legate a un ricorso all'*outsourcing* poco trasparente per le operazioni di recupero crediti, tra i vari aspetti problematici si evidenzia anche una organizzazione poco efficace di *database* e sistemi informativi gestiti da parte dei vari enti. Questa problematica ha rappresentato un vero e proprio freno al mercato italiano soprattutto nella prima fase di sviluppo dello stesso (specialmente se confrontato con le altre realtà europee, più avanzate a livello tecnologico), verificatasi nei primi anni del decennio 1990-2000, in quanto tale inadeguatezza gestionale ha disincentivato in modo significativo l'ingresso nel giro d'affari dei principali investitori istituzionali, potenzialmente interessati alla commercializzazione delle esposizioni detenute da banche e intermediari nazionali.

In tal senso, occorre puntualizzare che l'inadeguatezza delle architetture informative ha avuto conseguenze significative anche per quanto riguarda l'effettiva valutazione della prestazione economica inserita negli accordi commerciali stipulati tra le parti in gioco: date infatti la presenza di asimmetrie informative e la carenza di organizzazione delle basi dati, gli investitori finali, esposti a una ulteriore fonte di incertezza a livello operativo, sono stati indotti a richiedere forti sconti nella fase di contrattazione legata all'acquisto degli strumenti finanziari (c.d. *bid-ask spread*), portando gli stessi soggetti a frequenti valutazioni al ribasso dei portafogli di crediti cartolarizzati, e generando così un ulteriore rallentamento nello sviluppo del mercato.

Analizzando infine la pubblicazione da un punto di vista distaccato e asettico rispetto ai *trend* evidenziati nel mercato, risulta evidente come la motivazione antistante alla decisione di rimettere a banche e intermediari finanziari le mansioni di *servicing* nelle operazioni di cartolarizzazione derivi dalla necessità di garantire un presidio effettivo di conformità sulla tipologia di processi presentati, tramite il coinvolgimento diretto dei soggetti vincolati alla vigilanza prudenziale, quali principali operatori dell'industria di riferimento.

In particolar modo, la figura del *Master servicer* è la tipologia di attore da cui gli organi di vigilanza si attendono una visione d'insieme dei processi in gestione, anche in relazione alla salvaguardia richiesta per operazioni di interesse pubblico, quale lo schema di garanzia statale.

La convergenza degli attori principali alla *best-practice* indicata nel documento, oltre a fornire una maggiore trasparenza alla totalità del mercato, permetterebbe anche di favorire l'allineamento anche da parte degli operatori più piccoli, che seguirebbero a catena il processo, in relazione al ruolo di "certificazione" della qualità dei propri servizi offerti assicurato dalle stesse linee guida.

## 2.4 *Il trattamento GACS*

### 2.4.1 *Origine e impiego degli strumenti di garanzia statali*

In riferimento ai processi di *securitization* applicati ad un sottostante creditizio che ha raggiunto lo stato di deterioramento più avanzato tra le tipologie presentate (i.e. esposizioni creditizie di tipo “*Bad Loan*”), trovano rilevante applicazione gli strumenti di garanzia statali applicabili sulle operazioni di cartolarizzazione delle sofferenze (GACS, definite sinteticamente in *Sezione 1.3*).

L’obiettivo delle GACS (introdotte per la prima volta nell’ordinamento italiano con il decreto legge n. 18 del 14 febbraio 2016 in seguito alla previa approvazione da parte della Commissione europea, ovvero l’organo esecutivo UE, promotore del processo legislativo) consiste nello smobilizzo di ingenti volumi di crediti in sofferenza detenuti da enti creditizi e intermediari finanziari di diritto italiano tramite la concessione delle garanzie statali, in accordo con quanto indicato dal MEF nella scheda descrittiva dello strumento.

Più nello specifico, la garanzia dello Stato viene concessa dal Ministero dell’Economia e delle Finanze, è estendibile solo al perimetro delle *tranche senior* ed è per costituzione di natura incondizionata ed irrevocabile; l’estensione della copertura prevista nella struttura dello strumento in analisi è integrale, dunque si riferisce al volume complessivo dato dalla somma di capitale e interessi indicati nell’accordo creditizio.

In accordo con quanto presentato da KPMG (altra primaria società di consulenza, appartenente alle *Big Four*) nel *paper* “*GACS Securitisation deals in the Italian NPL space*”, in un arco temporale di 5 anni, a partire dall’evento di introduzione delle garanzie statali, sono state completate 35 operazioni, per un volume complessivo pari a circa 90 miliardi di euro (in termini di valore nominale lordo del sottostante deteriorato), di cui 16 miliardi nel 2020.

Il periodo temporale di possibile accesso da parte degli enti creditizi allo strumento di garanzia per la cartolarizzazione delle sofferenze, con *expiration date* inizialmente fissata nel 2019, è stato rinnovato fino al 14 giugno 2022.

Secondo quanto riportato nella pubblicazione PwC “Banche e istituzioni finanziarie: condizioni e rischio del credito per settori e territori”, dal primo gennaio di quest’anno alla effettiva conclusione del piano di garanzia sono state sviluppate transazioni nel perimetro GACS di ammontare complessivo pari a circa 7 miliardi di euro (la principale ha visto come protagonista Intesa Sanpaolo, che ha effettuato tale operazione relativamente a un portafoglio con *Gross Book Value* di poco superiore ai 4 miliardi di euro), riconducibile a un numero di sotto-operazioni triplicato rispetto allo stesso periodo nel 2021: tale accelerazione è sicuramente in prima istanza in parte riconducibile al progressivo avvicinamento alla data definita per la conclusione della iniziativa.

Dall’istante temporale a cui è riconducibile il primo avvio del piano di garanzia statale atto al *derisking* dei principali enti creditizi italiani, molte delle operazioni attribuibili all’architettura GACS hanno tuttavia evidenziato *performance* effettive minori rispetto a quanto preliminarmente preventivato nei *business plan* iniziali (ben 14 tra le 25 maggiori operazioni in termini di *GBV* complessivo dell’operazione).

Più nello specifico, sono state le transazioni sviluppatesi in seguito al divampare della crisi pandemica che hanno in particolar modo palesato *underperformance* rispetto ai piani strategico/implementativi consuntivi presentati dai *servicer* coinvolti nel perimetro delle rispettive attività, in quanto le operazioni relazionate al recupero crediti da parte degli stessi intermediari preposti hanno notevolmente risentito della chiusura dei tribunali e delle altre strutture esecutive, a seguito delle misure restrittive assunte per contrastare la pandemia.

Il verificarsi di tale fattispecie – a prescindere dall’impatto devastante causato dalla pandemia su tutto il settore in analisi - è in primo luogo ricollegabile ai dilazionamenti temporali osservati nelle procedure giudiziali richieste nei processi di recupero, già molto accentuati in Italia. Infatti, in accordo con quanto presentato nel *position paper* pubblicato da AIFIRM (acronimo di *Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers*<sup>24</sup>) “*Implementing Calendar Provisioning: Rules and Impacts*”, in cui sono

---

<sup>24</sup> AIFIRM, associazione costituita da alcuni professionisti del settore finanziario nel 1999, si pone l’obiettivo di aggregare e rappresentare le professionalità del mondo creditizio, bancario e assicurativo nella sfera del *risk management* in Italia;

stati rielaborati i *dataset* raccolti da parte dell'Osservatorio CRIF<sup>25</sup> relativi alle procedure giudiziali in Italia, la durata media dei processi di recupero giudiziali per esposizioni garantite da sottostante immobiliare è pari a 5 anni (7 anni per le esposizioni non garantite), mentre per i processi di recupero extragiudiziali la media si attesta complessivamente sui 4 anni (media invece pari a 5 anni per le esposizioni non garantite).

Si evidenziano inoltre ulteriori differenze riesaminando l'efficienza della struttura giudiziaria in termini di localizzazione geografica: le tempistiche di recupero nell'area meridionale presentano una durata media superiore di circa un anno e mezzo rispetto alla rilevazione dell'area settentrionale, nonostante il miglioramento osservato in tali regioni negli ultimi anni.

Dall'inizio del 2022, in riferimento a quanto evidenziato nella pubblicazione *PwC*, sono stati inoltre sviluppati numerosi dibattiti tra i principali operatori (quali banche, intermediari finanziari, *servicer* e investitori) e i rispettivi Supervisor, sia italiani che europei, al fine di individuare potenziali ulteriori margini di applicazione del piano di garanzia per la successiva applicazione in seguito alla *expiration date* determinata per giugno di quest'anno.

Alcuni attori si sono mostrati contrari al rinnovo del meccanismo delle garanzie, principalmente per l'*underperformance* riscontrata in numerose transazioni rispetto ai *business plan* inizialmente preventivati nelle singole operazioni che hanno avuto atto nel corso dei 6 anni di vita del piano. In contrapposizione, altri attori si sono dichiarati favorevoli al possibile ulteriore rinnovo dell'adozione di strumenti di garanzia in operazioni GACS, invitando però il *Supervisor* ad elaborare la definizione di una soglia minima di *rating* nell'impiego *tranche senior*.

Tale proposta tuttavia non è stata accolta favorevolmente dal regolatore europeo, che ha assunto posizione contraria alla proposta avanzando l'ipotesi di incombere nel rischio di ulteriore disincentivo al ricorso degli operatori di mercato a tale tipologia di strumenti finanziari.

---

<sup>25</sup> L'Osservatorio CRIF persegue l'obiettivo di identificare le caratteristiche e le tendenze del fenomeno delle frodi creditizie, sulla base di informazioni e dati aggregati a livello italiano;

Inoltre, un numero sempre più rilevante di istituzioni e attori presenti nel settore ha d'altro canto evidenziato un interesse crescente verso la possibile apertura della struttura di garanzia messa a disposizione dall'iniziativa statale alle *asset class* ancora in parte *performing*, emergenti in termini di *stock* complessivo - tra cui, come evidenziato, spiccano gli *Stage 2* e gli *Unlikely to pay*. La attuale e reiterata esclusione di tale eventualità da parte delle autorità regolamentari è tuttavia principalmente relazionabile alle difficoltà evidenziate da parte delle agenzie di *rating* nel compimento del processo di assegnazione di una classe di rischio adeguata ai crediti non ancora pienamente deteriorati, in riferimento all'assenza di un andamento storico attendibile e prolungato nel tempo in termini di *performance* presentate dalle stesse esposizioni creditizie sul mercato secondario.

Al fine di osservare le operazioni più rilevanti compiute a livello nazionale nell'arco temporale degli ultimi anni e di individuare i principali *player* di mercato operanti con questa tipologia di strumento finanziario, viene dunque presentata la seguente analisi quantitativa.

#### *2.4.2 Track record delle operazioni GACS*

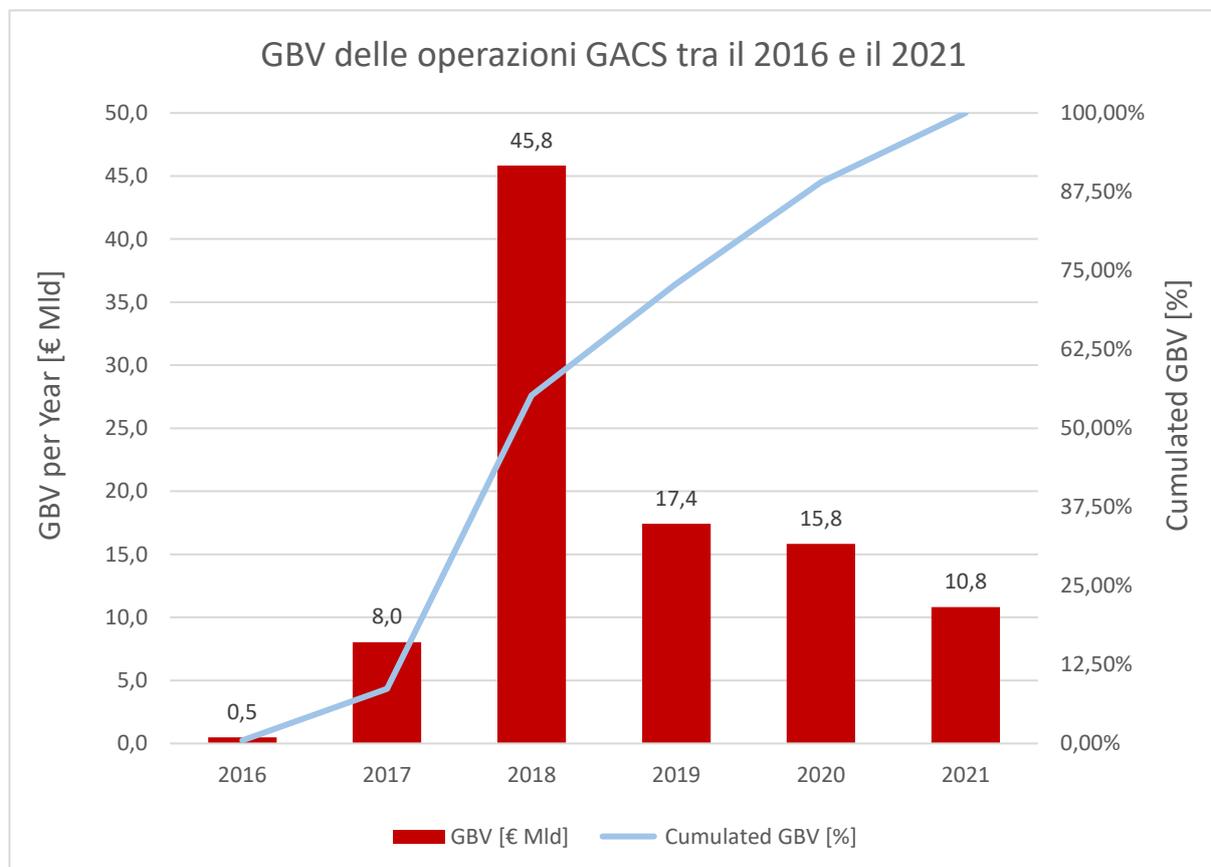
Vengono ora sviluppate nella trattazione analisi di natura quantitativa relative alle operazioni di cartolarizzazione che sono state assistite dagli strumenti di garanzia statali in questione, nel periodo compreso tra il 2016 e il 2021, e si basano sulla raccolta dati presentata nel *report PwC* (precedentemente citato), che fa riferimento a differenti *dataset* pubblicati durante il medesimo arco temporale dalle principali agenzie di *rating*.

Nel periodo in questione sono state compiute complessivamente 42 operazioni di rilievo – di cui solo una delle stesse è stata sviluppata nel 2016, 4 nel 2017, 14 nel 2018, 6 nel 2019, 10 nel 2020 e 7 nel 2021. Le attività di gestione e di effettiva riscossione dei crediti inseriti nelle operazioni commerciali assistite dal piano di garanzia statale sono state affidate prevalentemente ad alcuni tra i principali *servicer* operanti nel settore.

In particolare, gli attori a cui è stato assegnato il maggior numero di operazioni sono stati *Prelios Credit Servicing* (rientrato complessivamente nel perimetro di 19 *deal*, anche se 3 delle stesse si sono sviluppate in condivisione con altri *servicer*), *Italfondario* (con 9 operazioni all'attivo) e *Credito Fondiario*, a oggi *Master Gardant – v. Case study* presentato in *Sezione 3.2 –*, rientrato in 5 operazioni GACS; oltre ai *servicer* finora indicati, gli altri operatori che hanno seguito le operazioni assistite da garanzia sono stati *Cerved Credit Management*, *DoValue*, *Zenith Service* e *Banca Finanziaria Internazionale*.

Il totale cumulato delle operazioni si è attestato su un controvalore nominale pari complessivamente a 98,4 miliardi di euro; più nel dettaglio, viene presentato in *Figura 13* il grafico contenente i valori annuali di sintesi relativi al *Gross Book Value* per il periodo in questione.

*Figura 13 - Dettaglio del GBV per operazioni GACS tra il 2016 e il 2021*  
 [Rielaborazione basata su PwC | “The italian NPE market”]



Come osservabile nel grafico di sintesi, circa il 46% del *Gross Book Value* relativo alle sottostanti esposizioni creditizie è stato oggetto di accordi commerciali sviluppatasi nel 2018 (per un totale di quasi 49 miliardi di euro); più nello specifico, l'operazione di maggiore rilevanza è stata quella compiuta da *Monte dei Paschi di Siena*, finalizzata nel gennaio dell'anno in considerazione, in cui complessivamente sono stati stipulati accordi di commercializzazione di crediti deteriorati per un valore di libro di ammontare pari a 24,5 miliardi di euro.

La mole di questo parametro risulta ancora più sorprendente se confrontata con le altre operazioni che sono state sviluppate nell'intervallo temporale in esame: escludendo dal computo l'accordo oggetto di analisi - considerandolo come ipotetico *outlier* rispetto al restante *pool* di operazioni verificatesi - , la *simple average* relativa al *Gross Book Value* per le stesse si attesta su un valore inferiore ai 2 miliardi di euro, ovvero meno di un decimo rispetto al dato considerato.

Nella strutturazione della manovra in questione sono stati definiti nelle attività di *servicing* alcuni tra i principali operatori del settore in precedenza citati, quali rispettivamente *Cerved* - il *main special servicer* dell'operazione, a cui è stato affidato in gestione circa il 58% del portafoglio considerato -, *DoValue* (al cui *management* è stato affidato poco più del 31% del portafoglio), *Prelios* (circa il 6% del portafoglio), e *Credito Fondiario* (in gestione il restante 5%).

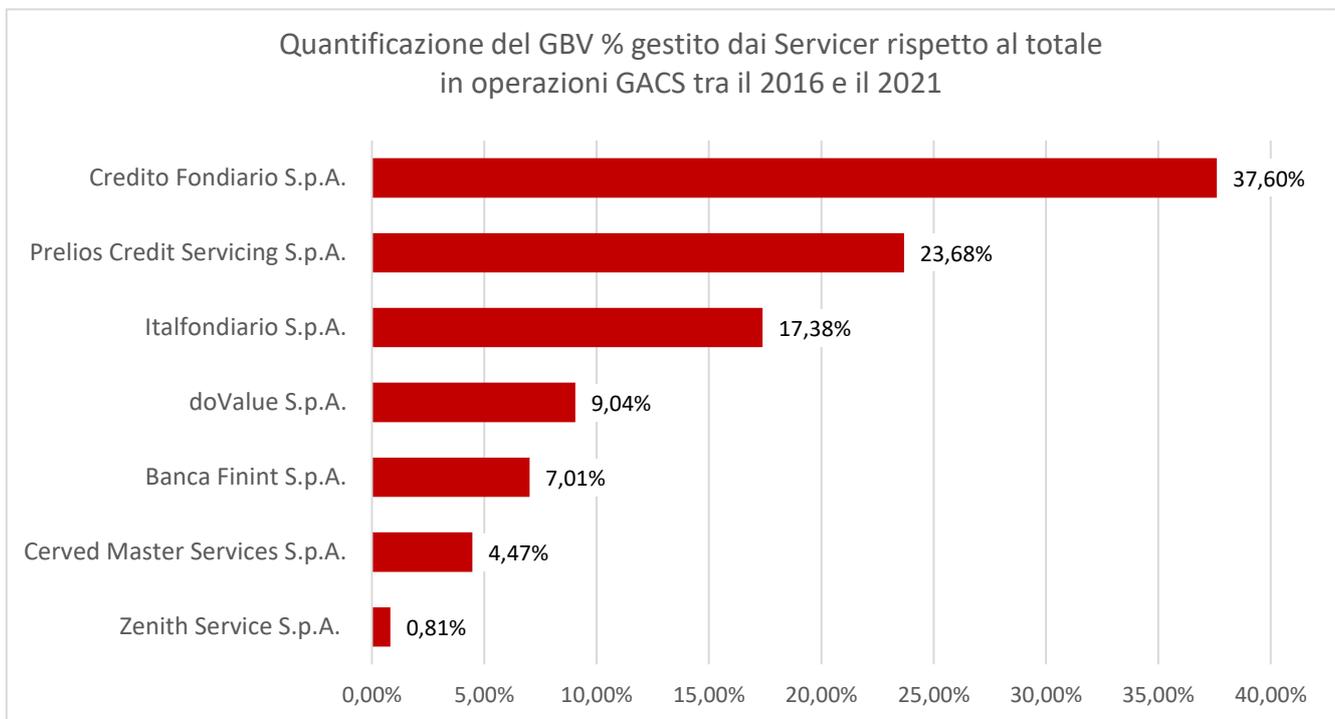
Infine, in accordo con quanto riportato a riguardo da *BeBeez* nella riesamina dell'operazione, presentata nella sezione "*Non-performing loans* e altri crediti deteriorati", nel perimetro dell'operazione GACS – resa possibile mediante la costituzione nel novembre del 2017 del veicolo di cartolarizzazione *Siena NPL 2018 S.r.l.* –, sono state inserite le rispettive note di cartolarizzazione *senior* (per un ammontare di poco inferiore a 3 miliardi di euro), oltre a titoli *mezzanine* e titoli *junior* emessi dallo stesso ente e non assistiti dal piano di garanzia (rispettivamente di controvalore pari a 850 e 560 milioni).

Nel periodo temporale intercorso tra il 2016 e il 2021 il *player* che complessivamente ha avuto un impatto maggiore nell'ambito di applicazione delle operazioni GACS (sempre considerando in termini generali il valore di libro relativo ai sovrastanti crediti deteriorati oggetto di cartolarizzazione) rispetto agli altri principali *servicer* fino ad ora indicati è stato *Credito Fondiario* (in seguito *Gardant*, v. Sezione 3.2), che ha assistito

operazioni per un controvalore totale di crediti inizialmente ascritti a bilancio pari a circa 37 miliardi di euro - cioè rispettivamente il 37,6% del GBV complessivamente gestito dai *servicer*.

In epilogo della presente Sezione viene dunque presentato in *Figura 14* il grafico relativo alla rilevanza assunta dai singoli attori indicati in termini di ammontare relativo di *Gross Book Value* gestito rispetto al totale compreso nel perimetro delle 42 operazioni complessivamente sviluppatasi nel periodo in esame.

*Figura 14 - Quantificazione del GBV % gestito da ogni operatore in operazioni GACS tra il 2016 e il 2021  
[Rielaborazione basata su PwC | "The italian NPE market"]*



### *3. Evoluzione e tendenze del mercato*

Nel capitolo conclusivo della trattazione vengono presentati i *Case Study* relativi a due tra i principali *player* operanti nel mercato del recupero del credito, ovvero rispettivamente *DoValue* e *Gardant*, società nata dalla riorganizzazione del gruppo bancario *Credito Fondiario*.

Per gli operatori oggetto dell'analisi viene dunque sviluppata in primo luogo una sintetica introduzione relativa alle origini e allo sviluppo iniziale delle due società, a cui seguiranno rispettivamente la rassegna dei principali cambiamenti strutturali e di *business* di natura straordinaria fino ad oggi, con annessa *review* delle rispettive *performance* economiche.

In ultima istanza verrà infine sviluppato un confronto atto all'individuazione di analogie e differenze nell'evoluzione operativa compiuta da parte degli stessi operatori, in relazione all'attuazione di differenti soluzioni strategiche adottate nel corso degli ultimi anni, in risposta a un mutato contesto competitivo e alle nuove disposizioni contemplate nel nuovo *framework* regolamentare – i cui concetti fondamentali sono state descritte nel *Capitolo 1*.

#### *3.1 Case Study 1: DoValue*

##### *3.1.1 Attuale struttura del gruppo*

Il gruppo *DoValue* è uno tra i principali *servicer* operanti all'interno dei confini europei, nonché *market leader* in Italia, Spagna, Portogallo, Grecia e Cipro per quanto concerne i servizi di gestione di esposizioni creditizie e di *real estate*; più nello specifico, l'offerta di servizi della società è costituita principalmente su 3 ambiti operativi, quali le attività di *servicing* su esposizioni creditizie (*performing*, *Unlikely to Pay* e *Bad Loan*) e su *asset* immobiliari, oltre a servizi di fornitura e gestione di dati e ad altri servizi accessori alle principali categorie individuate.

Il gruppo a oggi è composto rispettivamente da:

- *DoValue Greece* – operatore *leader* nel mercato greco, con *business* fondato sulle attività di *servicing* di esposizioni creditizie e *asset* immobiliari;
- *DoNext* – intermediario finanziario che offre servizi ad elevato *expertise* nella strutturazione e avanzamento delle operazioni di cartolarizzazione (v. *Sezione 2.2*), in particolare tramite l'affiancamento degli investitori finali coinvolti nel *deal* lato *buyer side*;
- *DoData* – *player* operante nel perimetro italiano, con *core business* basato su servizi ad elevata specializzazione per quanto concerne la raccolta e l'organizzazione di dati *IT* nel processo di gestione dei crediti che stanno palesando i primi segnali di deterioramento;
- *Altamira* – *player* operante in Sud Europa (principalmente nella penisola iberica) le cui attività principali sono la gestione di esposizioni creditizie e di *asset real estate*;

### 3.1.2 *Overview delle principali operazioni compiute*

*DoValue* (in precedenza chiamata *DoBank*, prima del cambio di denominazione sociale avvenuto nel 2019) è stata costituita nel 2015; la forma societaria di gruppo - in prima istanza bancario - è stata adottata nel 2016, in seguito all'acquisizione del 100% di *Italfondario* (a oggi *DoNext*), uno tra i maggiori attori operanti all'interno dei confini nazionali, con *core business* sviluppato prevalentemente sul *management* in *outsourcing* di crediti sia performanti che in sofferenza.

L'operazione in questione, che ha effettivamente permesso la costituzione del primo *servicer* indipendente nel panorama italiano, nonché potenziale *leader* del mercato stesso per gli anni successivi, è stata sottoposta alla preventiva approvazione da parte di Banca d'Italia, e ha portato alla gestione unificata di un portafoglio iniziale costituito da esposizioni creditizie per un controvalore complessivo superiore ai 100 miliardi di euro.

A partire dal 2018 il gruppo ha di fatto avviato un secondo *round* di espansione e diversificazione nei mercati propri delle regioni presenti in Europa meridionale, integrando e rinforzando ulteriormente la struttura societaria: nell'anno successivo è stata infatti compiuta l'acquisizione dell'85% del capitale di *Altamira Asset Management*; in particolare, secondo quanto riportato da un articolo del giugno dello stesso anno nella sezione finanziaria dell'editoriale "la Repubblica", l'ammontare complessivo del *deal* si è attestato sui 360 milioni di euro, a fronte di una valutazione leggermente superiore ai 410 milioni in termini di *Enterprise Value* (per la totalità del capitale) dell'ente acquisito. L'operazione è stata effettivamente finanziata mediante l'impiego di una linea di credito sottoscritta da un *pool* di enti creditizi nazionali e internazionali.

Nell'evoluzione della cronistoria osservata per l'ente creditizio in questione, una ulteriore tappa fondamentale è stata registrata nel secondo quadrimestre del 2019, periodo in cui *DoValue* è diventata a titolo definitivo una società di *servicing* sottoposta al *package* legislativo proprio del *Testo Unico per le Leggi sulla Pubblica Sicurezza*, cessando così di essere subordinata alla regolamentazione definita per i gruppi bancari, applicata all'ente fino al periodo indicato.

Più nello specifico, in accordo con quanto riportato nella sotto-sezione "*Significant events during the financial period*", presentata nell'*annual report* del 2019 (pubblicato dall'ente creditizio oggetto di studio sul proprio sito ufficiale nella sezione "*Investor Relations*"), la complessa operazione di ridefinizione dello *scope* aziendale, portata a termine a giugno dell'anno considerato, ha dato a *DoValue* la forma societaria operativa di *servicing company* – sottoposta alle normative indicate nell'ex art. 115 TULPS, in linea con la cessazione dell'applicazione relativa al trattamento previsto dall'ex art. 106 del TUB.

In particolare, il rationale antistante a tale operazione è stata la manifesta necessità da parte dell'ente di rendere più efficiente l'organizzazione del gruppo, mediante la definizione di una struttura organizzativa maggiormente consistente con l'effettivo nucleo di affari basato sulle attività di gestione e recupero dei crediti deteriorati - di fatto allineando così l'operatore alla *best practise* di mercato e permettendo l'ottimizzazione delle risorse finanziarie impiegate nella strutturazione dei *business plan* per gli anni successivi.

Lo sviluppo della riorganizzazione societaria ha interessato anche il ricollocamento delle specifiche linee di *business* costituenti l'offerta di servizi: a partire dal 1° gennaio 2019 le attività comprese nel perimetro di *Master Servicing*, precedentemente compiute dall'ex *DoBank*, sono state interamente trasferite in capo al distaccamento integrato di *Italfondario*, che ha invece destinato le proprie risorse specializzate nello *Special Servicing* allo stesso nucleo fondante di *DoBank*.

Con tale riorganizzazione il gruppo ha di fatto compiuto una ristrutturazione integrale per quanto concerne l'allocazione delle proprie *core competences*, garantendosi così la possibilità di ottimizzare il *know-how* maturato nei due soggetti formalmente indipendenti in tempi precedenti all'operazione di *merge* avvenuta nel 2016, e mettendo allo stesso tempo i presupposti per sviluppare una offerta di servizi con *expertise* di fatto non replicabile da parte degli altri *player* classificabili come *competitor* attivi nel medesimo settore.

Addizionalmente, in accordo con quanto riportato precedentemente, nello stesso anno l'assemblea straordinaria degli azionisti ("*Extraordinary Shareholders' Meeting*"), riunitasi a inizio marzo, ha approvato la proposta presentata ufficialmente dal Consiglio di Amministrazione in merito all'aggiornamento della denominazione societaria da "*DoBank*" a "*DoValue*" – rendendo così effettiva l'attuazione della modifica macro-strutturale osservata nel processo riorganizzativo di *debanking* anche a livello formale.

In ultima istanza, nell'arco temporale degli ultimi 3 anni sono state attuate dal gruppo nuove operazioni atte a perseguire una ulteriore fase di espansione del *business*, quali il perfezionamento dell'acquisizione dell'80% del capitale sociale della società greca *Eurobank FPS* - a oggi *DoValue Greece* - per un valore complessivo dell'operazione pari a circa 210 milioni di euro (nel maggio 2020), e l'ingresso nella partecipazione al capitale di due ulteriori società, quali la *fintech*<sup>26</sup> brasiliana *QueroQuitar* (pari al 10%, nel maggio 2021) e la *proptech*<sup>27</sup> irlandese *Bidx1* (pari al 15%, nel novembre dello stesso anno).

---

<sup>26</sup> Per "*fintech*" si fa riferimento ad intermediari finanziari allineati all'avanguardia tecnologica in competizione con le metodologie finanziarie tradizionali nell'erogazione di servizi finanziari;

<sup>27</sup> Per "*proptech*" si fa riferimento a enti presenti nell'industria del *real estate* strutturati su tecnologie e sistemi IT;

In seguito al compimento degli svariati *round* di espansione finora descritti il gruppo ha dunque assunto l'assetto societario a oggi identificabile; al fine di individuare come il completamento delle stesse operazioni di natura straordinaria abbia avuto impatto diretto sulle *performance* economiche dell'ente in questione viene ora presentata una analisi di confronto relativa ai principali indicatori di prestazione (in termini di *EBITDA* e Utili netti perseguiti) ed a origine e composizione delle *revenues*, basata sulla riesamina dei contestuali *annual reports* resi pubblici dalla società per i 3 anni identificativi del percorso di evoluzione osservato - ovvero rispettivamente 2017, 2019 e 2021.

### 3.1.3 *Dettaglio delle performance per i tre anni in analisi*

Considerando in prima istanza la situazione dell'ente nel 2017, a un anno di distanza dall'operazione di integrazione di *Italfondiaro* - e la relativa costituzione *de facto* del gruppo - , *DoValue* (in precedenza *DoBank*) registrava un portafoglio sotto gestione di valore complessivo di volumi totali (in termini di *GBV*) pari a circa 39 miliardi di euro, basato principalmente sulle attività di recupero per crediti già in stato avanzato di deterioramento e sui servizi accessori legati alle stesse (quali gestione, archiviazione dei dati, attività di *Master Servicing*).

In accordo con quanto specificato nello stesso *report* annuale, per l'anno in questione i ricavi si sono attestati a quota 157 milioni, con *EBITDA margin*<sup>28</sup> pari al 34% e Utili netti per 34 milioni (a fronte dei 45 milioni di utile generati a livello consolidato per tutto il gruppo), corrispondenti al 21,7% delle *revenues* (*EBITDA* a livello di gruppo risultato pari a circa 70 milioni di euro, di cui 34 imputabili alla sola capogruppo). Come specificato in precedenza, avendo inoltre l'ente la forma societaria di gruppo bancario - sottoposto alla regolamentazione dell'articolo 106 TUB - e dovendo soddisfare i requisiti di capitale specificati nella *CRR*, *DoValue* disponeva di fondi propri complessivi pari a oltre 131 milioni di euro, determinati sulla base di un *RWA* pari a 413 milioni (v. *Sezione 1.1.3*).

---

<sup>28</sup> *Key Financial Indicator* di prestazione, calcolato come il rapporto tra l'*EBITDA* e le *revenues* totali;

A livello complessivo, il *ROE*<sup>29</sup>, indicatore di sintesi relazionale sia alla profittabilità delle attività operative, sia ai requisiti di capitali complessivi maturati in funzione delle disposizioni normative, si è attestato a quota 17%.

Le *performance* economiche dell'ente sono maturate sull'esercizio delle attività *core* di *portfolio management*: nel 2017 le *collections* totali legate all'attività di effettivo recupero crediti (sia deteriorati che, in minor parte, *performing*) per i portafogli in gestione sono state pari a 1,28 miliardi di euro, che hanno portato a ricavi legati alle attività di *servicing* per un ammontare di 147 milioni (ovvero il 93,5% delle *gross revenues* di 157 milioni per l'anno considerato, mentre i restanti 10 milioni di ricavi sono maturati dalle attività di intermediazione e altri servizi ancillari praticate dall'esercizio bancario); in particolare, l'86,5% dei ricavi maturati dalle attività di *servicing* è stato ottenuto rispetto allo svolgimento di tali attività per conto di banche e enti creditizi, mentre il restante 13,5% è ascrivibile a servizi di recupero crediti richiesti da investitori istituzionali.

I ricavi generati dalle operazioni di gestione e recupero dei crediti hanno inoltre manifestato nel 2017 un aumento del 4% rispetto all'anno precedente, principalmente legato al significativo incremento delle *performance fees* (+13%), relazionate a un maggiore volume di *collections* (+8%); nell'anno considerato l'attività di *special servicing* di maggiore rilevanza effettuata dal gruppo è stata sviluppata sull'avanzamento di "Project FINO" – una operazione di cartolarizzazione basata su un portafoglio di crediti in sofferenza di proprietà di *UniCredit*, di *Gross Book Value* iniziale pari a 17,7 miliardi di euro già gestito negli anni precedenti dalla stessa *DoValue*, a cui però sono stati aggiunti nel periodo di riferimento ulteriori 2,7 miliardi di euro.

Nel luglio dello stesso anno *UniCredit* ha completato la transazione legata al portafoglio, tramite l'assegnazione del *loan* in aggiunta a due *SPV*, rispettivamente *FINO1* e *FINO2*; il portafoglio è stato diviso tra le due società veicolo rispettivamente per garantire a parte degli *asset* creditizi compresi nell'operazione l'agevolazione legata alle garanzie statali disposte nel piano GACS.

---

<sup>29</sup> *Key Financial Indicator* di prestazione, calcolato come il rapporto tra l'utile di periodo e il patrimonio netto;

In conclusione, oltre all'avanzamento delle attività di *servicing* e *asset management*, il 14 luglio è stato completato da parte della società il processo di quotazione sui mercati azionari, con un ingresso nello *Stock Exchange* che ha portato a una capitalizzazione iniziale superiore al miliardo di euro, maturata con la sottoscrizione di oltre 38 milioni di azioni (il 47,7% dello *share capital*), a fronte di una *offer price* originaria di 9€ per azione.

Passando dunque alla riesamina degli stessi parametri descrittivi per il 2019, a seguito dell'avviamento del processo di riorganizzazione interna atto alla riallocazione delle *core competences* proprie dei soggetti acquisiti nel primo *round* di espansione verso altri mercati, oltre che del cambio strutturale legato alla variazione della natura dell'ente stesso (in riferimento al passaggio da gruppo bancario sottoposto alla normativa prevista dal TUB, a gruppo finanziario non più dotato di licenza bancaria e regolamentato dal TULPS), è stato complessivamente riscontrato un tendenziale miglioramento generalizzato per tutte le metriche considerate nel processo di valutazione.

Più nello specifico, nel 2019 *DoValue* ha registrato ricavi pari complessivamente a 211 milioni di euro, registrando un incremento prossimo al 35% rispetto alla rilevazione di due anni prima, principalmente per l'efficientamento maturato con la riorganizzazione aziendale - che ha interessato il trasferimento delle attività di *special servicing* da *Italfondario* a *DoValue* e lo speculare ricollocamento tra i due soggetti nella direzione opposta dei processi di *special servicing*.

Rispetto all'ammontare complessivo, i ricavi provenienti dalla sola gestione delle esposizioni deteriorate sono stati pari a 192 milioni, a conferma della rilevanza assunta da tali attività in qualità di *core business* della capogruppo. In relazione a ciò, la riorganizzazione del gruppo ha portato a un ulteriore incremento della concentrazione dei ricavi (il 91% del totale, a fronte di meno del 60% rispetto al 2017), che ha avuto come diretto riflesso una conseguente diminuzione della rilevanza in termini relativi dei servizi ancillari e dei prodotti accessori rispetto alle *revenues* totali.

L'EBITDA della capogruppo si è attestato complessivamente a quota 70 milioni (a fronte dei 127,7 milioni di euro maturati a livello consolidato), mentre l'EBITDA *margin* è stato pari al 36,4% - registrando così un incremento di 250 punti base rispetto al dato registrato nel 2017 -, principalmente per la diminuzione maturata nelle spese di

recupero, in decrescita per oltre il 25%, in linea con quanto disposto nel piano strategico pluriennale, che prevedeva una significativa riduzione dell'uso di servizi in *outsourcing*, anche in funzione dell'espansione del perimetro del gruppo maturata negli anni precedenti. Complessivamente, gli utili netti sono stati pari a 38,5 milioni (41,3 milioni di euro per il gruppo a livello consolidato), mentre il ROE si è attestato a quota 17,7% (con un incremento di 70 punti base rispetto al dato del 2017).

La maturazione della rinuncia alla licenza bancaria ha portato inoltre al rimborso e conseguente azzeramento dei depositi presenti da parte della clientela nella divisione bancaria del gruppo, che nel 2018 sono stati pari a 6,5 milioni di euro; la necessità da parte dell'ente di fonti di finanziamento massive, relazionata all'avanzamento dell'operazione di acquisizione dell'85% del capitale di *Altamira* (finalizzata il 27 giugno dell'anno in analisi), è stata soddisfatta mediante i flussi finanziari ottenuti per mezzo della sottoscrizione di una linea di credito tramite l'accordo con diverse primarie istituzioni creditizie, della durata di 5 anni e di ammontare complessivo pari a 415 milioni di euro.

Oltre al processo di acquisizione del *servicer* primario operativo in Spagna, Portogallo, Cipro e Grecia, sono state sviluppate parallelamente altre operazioni secondarie volte a rinforzare il presidio nelle aree geografiche identificate per l'espansione del gruppo, quali l'acquisizione dell'80% di *Eurobank FPS Loans and Credit Claim Management Company*, una compagnia di *servicing* operante nel mercato greco, con un portafoglio sotto gestione di circa 27 miliardi di euro, e l'accordo con *Alpha Bank* – ente creditizio attivo a Cipro - per la gestione esclusiva di altre esposizioni deteriorate e asset immobiliari, per un *Gross Book Value* complessivo pari a 4,3 miliardi.

L'adozione di questa scelta strategica atta al condizionamento di un presidio sempre crescente nella regione greca è in prima istanza riconducibile agli spazi di crescita propri di tale mercato per il settore di riferimento: come indicato in *Sezione 2.1*, in Grecia è presente infatti per distacco il livello di *NPL ratio* (secondo rilevazioni effettuate dalla Autorità Bancaria Europea tale parametro a settembre 2021 si è attestato al 10,5%) maggiore del territorio europeo, di conseguenza risulta essere una zona di grande valenza strategica per le società operanti a qualsiasi livello della *value chain* relativa al campo delle esposizioni deteriorate, sia sul mercato primario che secondario.

Per quanto concerne infine l'andamento del titolo societario presente dal 2017 sul mercato azionario italiano, nel periodo temporale compreso tra gli ultimi mesi del 2019 e il primo trimestre del 2020 è stata registrata una forte volatilità associata a una significativa diminuzione del valore di mercato, principalmente causata dall'*outbreak* della pandemia a livello mondiale. A partire dall'*Initial Public Offering (IPO)* avvenuta nel 2017, fino agli ultimi mesi del 2019, secondo quanto riportato dalla società stessa nella relazione relativa all'andamento dell'impresa sul mercato finanziario, le azioni di *DoValue* hanno mostrato una *performance* migliore rispetto a un *pool* di intermediari finanziari con *core business* equiparabile, con un aumento del prezzo delle azioni da 9€ a 12,3€; l'interesse degli investitori istituzionali rispetto al posizionamento strategico del gruppo, operatore *leader* in un segmento in espansione a livello di volumi complessivi e con crescente profittabilità, ha contribuito alla manifestazione della performance positiva, anche grazie alla informativa portata al pubblico e relativa alle operazioni di carattere straordinario completate con successo dall'ente.

Considerando in ultima analisi le *performance* economiche di *DoValue* maturate nel periodo più recente, ovvero perseguite nel 2021, le stesse sono il risultato di un mutamento delle condizioni interne al gruppo, scaturite dall'adattamento dello stesso in risposta a forze esogene condizionanti sia il settore in analisi, sia, a livello più generale, l'intero scenario macroeconomico globale.

Come viene riportato nello stesso *report* annuale, il mercato del *servicing* nell'Europa mediterranea ha infatti in questa fase accelerato ulteriormente il processo verso una maggiore liquidità dei prodotti finanziari oggetto di commercializzazione, con le istituzioni bancarie particolarmente direzionate verso il miglioramento a livello qualitativo dei propri bilanci, in risposta all'atteso aumento nei tassi di *default* per il termine del periodo di moratoria messo a disposizione di aziende e di clienti *retail* come contromisura inizialmente introdotta in risposta alla crisi pandemica.

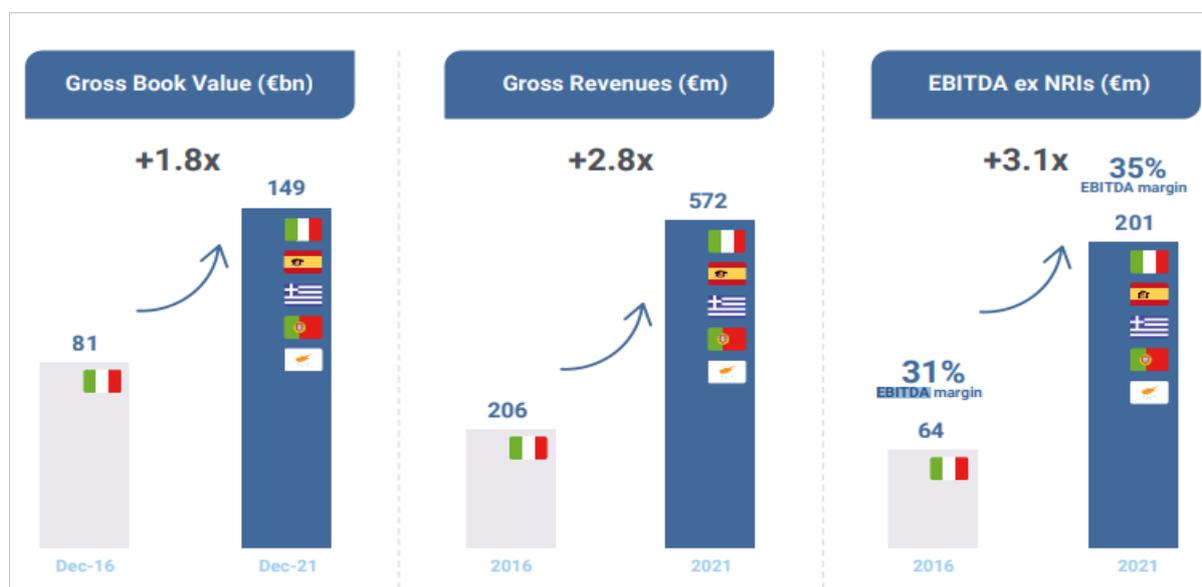
A livello generale, il *business* di *DoValue* è stato inoltre supportato da eventi esterni favorevoli a medio-lungo termine, quali l'implementazione da parte degli enti creditizi vigilati della regolamentazione più stringente relativa alla *recognition* a livello prudenziale dei prestiti erogati (come specificato in precedenza in riferimento all'adozione di *IFRS9*, *Calendar Provisioning* e, a partire dal 2025, all'implementazione del *framework* di Basilea IV), che porterà gli stessi operatori verso una gestione più

accorta dei propri stati patrimoniali, in aggiunta alla *market practice* già molto diffusa di affidamento in *outsourcing* delle attività di *servicing*.

Confrontando l'assetto aziendale rispetto alla stessa forma assunta dal gruppo quattro anni prima, risulta evidente come il *core business* della *firm* sia molto più diversificato rispetto al momento di iniziale quotazione sul mercato azionario: *DoValue* si è infatti evoluta da una società di *servicing* fortemente radicata rispetto al mercato italiano e basata sui servizi erogati a una clientela molto concentrata a una piattaforma *leader* nel settore, con offerta di servizi più estesa e rivolta a un *pool* di clienti nettamente più diversificato, sia per quanto riguarda la gestione di crediti *non performing* che *in bonis*.

Osservando le metriche prestazionali, a riguardo delle quali viene presentato un prospetto di sintesi in *Figura 15* estratto dal *report consolidato* per l'anno in considerazione, risulta evidente come la messa a terra dei *business plan* successiva allo sviluppo dei *round* di espansione abbia avuto un impatto significativo sui ricavi, che nel 2021 a livello cumulato tra capogruppo e tutte le sussidiarie si sono attestati a 565 milioni di euro, con un *EBITDA margin* del 35% (*EBITDA* risultato superiore a 197 milioni di euro); per quanto riguarda il risultato complessivo, l'utile netto complessivo del gruppo si è attestato a quota 23 milioni di euro (anche se, in relazione alle politiche contabili adottate, da tale rilevazione venissero esclusi i "*non recurring items*" principalmente annessi all'impatto della crisi pandemica, l'utile stimato consolidato si attesterebbe a circa 50 milioni).

Figura 15 - Evoluzione di GBV, Ricavi e EBITDA tra il 2016 e il 2021  
[DoValue | "Consolidated Annual Report (2021)"]



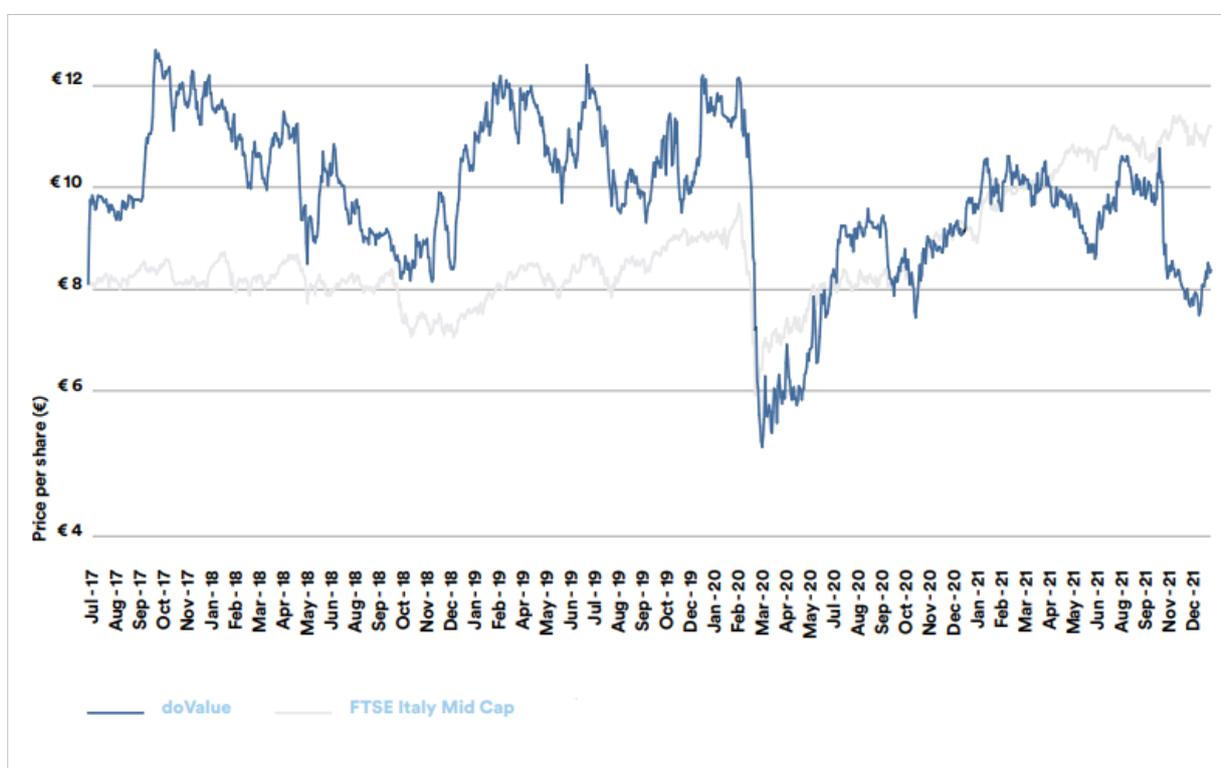
Analizzando invece le *performance* della sola capogruppo *DoValue*, al fine di poter sviluppare un *benchmark* con le rilevazioni degli anni precedenti, i ricavi sono stati pari a 168 milioni di euro, di cui 141 milioni derivanti dalle attività di *servicing* sui portafogli *non performing*, mentre l'*EBITDA* è risultato prossimo ai 36 milioni di euro (con relativo *EBITDA Margin* del 21%); tale parametro risulta in contrazione rispetto alla rilevazione del 2019, in quanto, in aggiunta all'impatto degli eventi esogeni ben noti, la rilevanza in termini operativi della capogruppo è stata ridimensionata rispetto agli anni precedenti, e il *focus* strategico a livello di gruppo è stato rivolto verso i mercati meno maturi e con maggiori possibilità di espansione rispetto a quello italiano; in relazione a ciò si riscontra un maggiore esborso per i servizi ancillari e di supporto al *core business* che sono stati esternalizzati nell'anno in esame: tra il 2019 e il 2021 il costo associato a tali servizi ausiliari è passato da 3,3 a 8,3 milioni di euro.

I risultati ottenuti, che riflettono una notevole flessione rispetto a quanto maturato dalla capogruppo nel 2019, sono in realtà in netta ripresa se confrontati con i risultati dello stesso operatore nel 2020, principalmente per le svalutazioni rilevate a livello generalizzato nel sistema economico-finanziario globale a causa dell'impatto devastante portato su tutta la filiera dalla crisi pandemica, malgrado le misure introdotte dalle istituzioni finanziarie a livello sistemico. In tale ottica le svalutazioni hanno avuto un impatto devastante sul risultato complessivo maturato a conto economico, che di fatto è stata una perdita pari a mezzo milione di euro: tale voce è stata conseguente ai *minus* imputati alle voci di svalutazione e accantonamento rischi (rispettivamente "*Net write-downs on property, plant, equipment and intangibles*" e "*Net provisions for risks and charges*"), per un controvalore complessivo computato a detrazione del ciclo attivo risultato superiore a 23 milioni di euro.

Considerando in ultima istanza l'andamento del titolo azionario sul mercato regolamentato, si può osservare in *Figura 16* (estratto dal *report* annuale riassuntivo dell'andamento del titolo sulla borsa valori italiana dalla *IPO* al termine del 2021) come, a partire dai primi mesi del 2020 le azioni di *DoValue* abbiamo dato evidenza di una forte volatilità, abbinata a una significativa riduzione del valore, dovuta alla diffusione della crisi pandemica a livello globale; l'andamento del titolo ha avuto un comportamento sostanzialmente allineato con l'indice medio del mercato azionario italiano (*FTSE Mid Cap Index*) per il periodo in questione. Nella seconda metà dell'anno, grazie all'adozione di politiche monetarie e fiscali di tipo espansivo rivolte ai

mercati azionari adottate dalle Istituzioni europee, il titolo ha evidenziato un sostanziale riapprezzamento del valore fino al raggiungimento dei livelli *IPO* propri del 2017; tuttavia, a partire da ottobre 2021, il titolo ha evidenziato una *underperformance* rispetto all'indice medio della borsa italiana, principalmente a causa delle incertezze legate al potenziale rinnovo del contratto tra la stessa *DoValue* e il cliente spagnolo *Sareb* - il principale cliente del gruppo in termini di *GBV* e fonte di *revenues* del 2021 -, con *expiration date* (salvo preventivo rinnovo) fissata a giugno 2022.

Figura 16 - Andamento del titolo DoValue dalla IPO a fine 2021  
 [DoValue | "Consolidated Annual Report (2021)"]



In conclusione, al fine di una immediata comprensione dell'andamento in termini prestazionali dell'intermediario finanziario oggetto del *Case Study* vengono infine riportati in *Figura 17* e *Figura 18* gli andamenti relativi alle principali metriche osservate – ovvero rispettivamente *EBITDA* e Utili del periodo, sia a livello di capogruppo, sia a livello consolidato – per i 3 anni oggetto dell'analisi.

Figura 17 - EBITDA e EBITDA Margin a livello consolidato e di capogruppo per 2017, 2019 e 2021  
 [Rielaborazione basata su bilanci consolidati | DoValue]

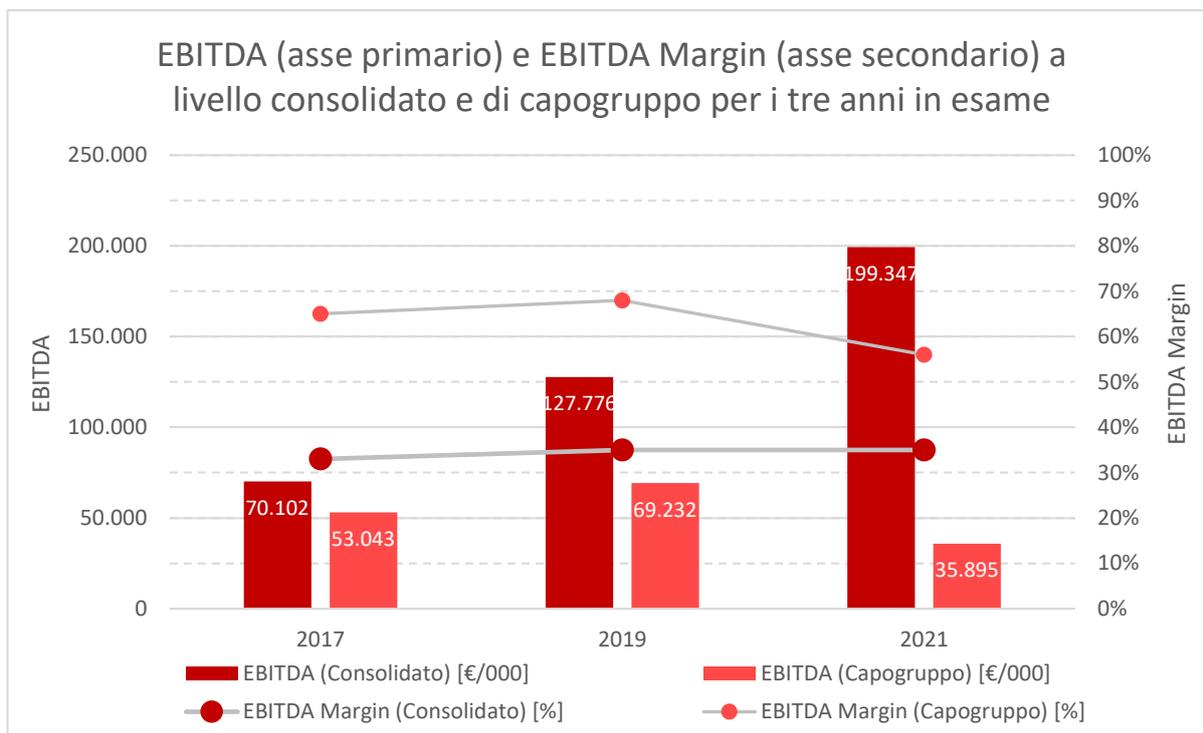
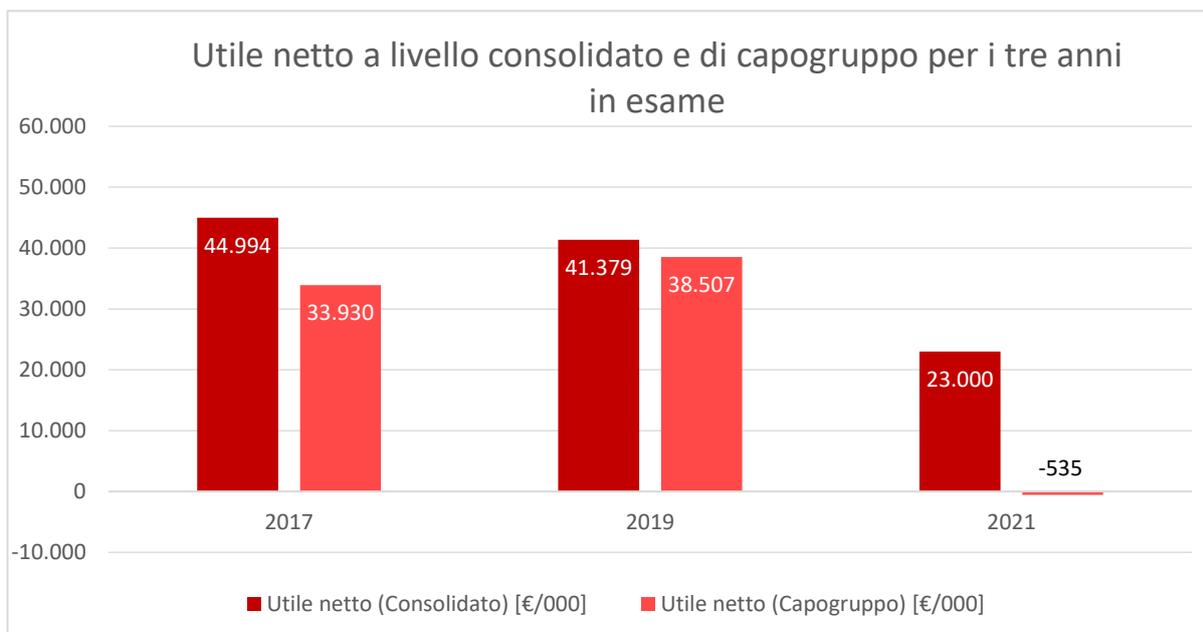


Figura 18 - Utile netto a livello consolidato e di capogruppo per 2017, 2019 e 2021  
 [Rielaborazione basata su bilanci consolidati | DoValue]



## 3.2 Case Study 2: Gardant e Credito Fondiario

### 3.2.1 Origine e assetto del gruppo Gardant

*Gardant S.p.A.* è la capogruppo del *Gruppo Gardant*, ente nato in seguito alla riorganizzazione relativa allo *spin-off* delle attività di *servicing* e commercializzazione del debito dalla precedente organizzazione bancaria *Credito Fondiario*, istituto creditizio con *business* basato sull'*asset management* e nelle attività di gestione degli strumenti finanziari. La banca, fondata nel 1898, ha avviato il processo di ristrutturazione che si è concluso ad agosto 2021, e ha portato alla scissione delle attività di *servicing* e gestione delle *leveraging activities* (confluite poi nel nuovo gruppo nascente), nonché alla ridefinizione della *mission* propria dello stesso istituto - rinominato *CF+* a seguito del completamento dell'operazione -, quale *challenger bank*<sup>30</sup> finalizzata e indirizzata verso una offerta di servizi di finanziamento customizzati rivolti principalmente alle piccole e medie imprese operanti sul territorio italiano.

A oggi il gruppo *Gardant* è tra gli operatori *leader* in Italia nel settore del *credit management*, anche grazie all'adozione di un modello di *business ad-hoc*: sono integrate nell'intermediario finanziario in analisi sia le attività di *servicing*, sia le attività di *asset management* e acquisto del debito, per tutte le *asset class* annesse all'esercizio dell'attività creditizia propria delle istituzioni finanziarie (ovvero crediti *in bonis*, *UtP* e *non-performing*);

La struttura del gruppo *Gardant* attualmente identificabile è stata definita nel *mid-year* 2021, e comprende in prima istanza tre principali operatori, quali *Master Gardant*, *Gardant Investor SGR* e *Special Gardant*, con *core competence* sviluppate in differenti categorie di *business*, quali rispettivamente *master servicing*, *fund management* e *special servicing*; per quest'ultima linea di servizio, come indicato sottoposta alla gestione diretta di *Special Gardant*, è inoltre compresa nel perimetro delle attività la società *Gardant Liberty Servicing*, una *joint venture* costituita congiuntamente a *Banco BPM*.

---

<sup>30</sup> Istituzione creditizia fondata su un'offerta di servizi costituita mediante una infrastruttura *high tech* e dematerializzata;

Il gruppo, di natura industriale e regolamentato secondo le disposizioni previste dall'ex art. 115 del TULPS (dunque non più sottoposto alla vigilanza da parte di Banca d'Italia, a differenza della corrispettiva controparte creditizia CF+), comprende numerose società veicolo dedicate alle operazioni di cartolarizzazione (v. *Sezione 2.2*), oltre a *Gardant GP S.a.r.l.*, ente di diritto lussemburghese finalizzato al supporto delle attività di *fund management* sviluppate prevalentemente nel *core business* della succursale *Gardant Investor SGR*.

Ai fini di identificare l'evoluzione delle *performance* economiche perseguite dalla proprietà societaria - rimasta invariata a seguito del completamento dell'operazione straordinaria di scissione - dell'intermediario finanziario e del gruppo bancario (ovvero rispettivamente *Gardant* e *Banca CF+*) nel corso degli ultimi anni, e di definire quale impatto abbia avuto la medesima operazione in termini di prestazioni economiche, verranno ora analizzati i *key financial indicators* di *Credito Fondiario* a livello consolidato in due annualità di riferimento, rispettivamente 2018 e 2019; seguirà un paragrafo di approfondimento relativo "messa a terra" del processo di riorganizzazione e verranno infine presentati i risultati dei due enti di nuova costituzione, mediante una rielaborazione delle medesime metriche in analisi sia mediante una prospettiva *stand alone*, sia in ottica di consolidamento tra le parti neo-strutturate.

### *3.2.2 Le performance di Credito Fondiario pre-scissione*

Vengono analizzati in primo luogo i *key financials indicator* di *Credito Fondiario* relativi al bilancio consolidato del 2018; la banca, che oltre a operare come istituzione per la concessione creditizia principalmente verso soggetti *corporate* e *retail*, ha fondato il proprio *business* sulle attività di *debt purchasing* (i.e. tramite lo sviluppo di investimenti in portafogli di crediti mediante l'acquisto di titoli emessi da veicoli di cartolarizzazione) e *debt servicing* (i.e. attività di *special servicing* e *special servicer oversight*, sviluppate mediante un'infrastruttura tecnologica *ad hoc*).

Il *servicing* ha sempre costituito per *Credito Fondiario* la linea di *business* primaria; l'impegno apportato allo sviluppo di tale tipologia di servizio ha di fatto contribuito a consolidare la posizione della banca nel mercato che, a partire dal primo semestre del

2018, è subentrata nella *top five* degli istituti attivi a operazioni di *servicing* a livello italiano; in relazione a tale traguardo si contestualizza la principale operazione portata a compimento dal gruppo nel periodo intercorso tra luglio e dicembre 2017 (nel c.d. *Progetto Sword*), in cui è stata completata l'acquisizione di un portafoglio *non performing* di proprietà di *Banca Carige*, con un *Gross Book Value* prossimo agli 1,2 miliardi di euro.

Altra caratteristica distintiva del *business* di *Credito Fondiario* è stato lo sviluppo della tecnologia a ogni suo livello, in qualità di vera e propria *fintech*: in particolare, nell'anno in questione è stato sviluppato un algoritmo (denominato *N3A*, acronimo di *Neural Tool Real Estate Assessment*) basato su reti neurali e *machine learning*, in grado di aggiornare costantemente i valori degli immobili trattati a garanzia dei pacchetti di crediti oggetto di commercializzazione, in funzione dei parametri caratterizzanti le operazioni di *real estate valuation*.

Secondo quanto riportato nel *report* relativo all'annualità in esame, l'ente ha avuto in gestione *asset* totali per un valore complessivo di 43,3 miliardi di euro, la cui stragrande maggioranza è stata costituita da crediti *Non performing* (circa il 95%); *Credito Fondiario* ha complessivamente maturato un margine di intermediazione pari a 57,8 milioni di euro, principalmente riconducibile a margine di interesse (pari a circa 31 milioni) e commissioni attive (di valore pari a 24 milioni), a fronte di spese per il personale risultate pari a 26 milioni di euro. In ultima istanza, l'utile netto consolidato è risultato pari a 25,8 milioni di euro (anche se tale risultato beneficia dell'iscrizione a bilancio di *Deferred Tax Asset (DTA)* di ammontare pari a 16 milioni, determinate dal recupero di perdite fiscali pregresse).

Infine, nel corso dell'anno in analisi l'organico dell'istituto bancario è passato da 141 a 240 risorse impiegate (di cui 49 integrate a fronte dell'acquisizione di un ramo d'azienda di *Banca Carige*, maturata nel maggio dello stesso anno).

Per quanto riguarda invece gli eventi rilevanti avvenuti nel 2019, il gruppo ha chiuso l'esercizio con un utile di 40,6 milioni, di cui 36 milioni provenienti dal risultato della capogruppo; nel periodo in questione sono state compiute numerose operazioni di acquisizione volte a espandere il *business* e a rinforzare il presidio del mercato nazionale: nel maggio dello stesso anno si è perfezionato l'acquisto del 70% del capitale sociale della società *CF Liberty Servicing S.p.A.*, con prezzo di acquisto della

partecipazione risultato pari a 100 milioni di euro; è stato inoltre sottoscritto nello stesso esercizio il 60% del capitale sociale di una serie di veicoli di cartolarizzazione già presenti nell'orbita delle operazioni di *business* di *Credito Fondiario* con la stessa *Banca Carige*, nonché il 100% del capitale sociale della società *LeaseCo One S.r.l.*, società veicolo "d'appoggio" impiegata nella gestione e commercializzazione dei beni sottostanti i crediti *leasing* trattati nelle diverse operazioni di cartolarizzazione che sono state sviluppate dallo stesso ente nelle annualità precedenti.

Complessivamente, l'*Asset under Management* del gruppo a livello consolidato nel 2019 si è attestato a quota 51,2 miliardi di euro (di cui crediti deteriorati di ammontare superiore ai 49 miliardi di euro), risultato complessivamente superiore del 18,6% rispetto all'annualità precedente; tale rilevazione è relazionata principalmente alla sottoscrizione degli accordi contrattuali relativi alla gestione dei crediti commercializzati da parte delle nuove partecipazioni comprese nel perimetro di consolidamento del gruppo, in seguito al *round* di espansione avviato già a partire da metà dell'annualità precedente da parte della stessa *Credito Fondiario*.

In seguito alla conclusione del processo di espansione avviato, tutti i *Key Financial Indicators* sono risultati maggiorati rispetto all'annualità precedente: il margine di intermediazione si è attestato a quota 94,5 milioni di euro, rispettivamente costituito in via preponderante da margine di interesse (53,6 milioni di euro, con un incremento del 74% rispetto all'annualità precedente) e commissioni nette (38,6 milioni di euro, a fronte dei 22,2 di pertinenza del 2018); per quanto riguarda la crescita della componente relativa al margine di interesse, hanno in prima istanza influito i maggiori capitali medi degli investimenti nei crediti trattati attraverso i veicoli di cartolarizzazione di nuova acquisizione, che sono stati integrati nella struttura del gruppo al fine di apportare un maggiore valore integrato in tutta la *value chain* di pertinenza del gruppo stesso.

In coerenza con il medesimo percorso di crescita riscontrato, si riflettono anche le spese per il personale sostenute dal gruppo, che sono aumentate rispetto al 2018 del 51,2%, per un importo complessivo risultato prossimo ai 39 milioni di euro.

### 3.2.3 *Messa a terra dell'operazione di scissione*

Come precedentemente specificato, le origini del gruppo *Gardant* sono intrinsecamente legate all'operazione straordinaria di scissione di *Credito Fondiario S.p.A.*, rinominata *CF+* nell'agosto 2021, a seguito della conclusione del processo di riorganizzazione.

Secondo quanto specificato in un comunicato stampa dello stesso ente creditizio pubblicato 3 giorni dopo la conclusione dell'operazione di *spin-off*, le due realtà individuali costituite a seguito del processo sono state definite con modalità operative totalmente segregate e indipendenti, in settori differenti: se per *Gardant* infatti il piano strategico è stato rivolto verso l'espansione in termini di volumi complessivi nel settore del *debt servicing* e *asset management*, per il gruppo bancario si è prospettato un ingresso sul mercato del credito con offerta principalmente direzionata verso la clientela *corporate* e in qualità di istituto di credito con assetto caratteristico *fintech*, dunque con processi e procedure interne allineati alla *best practice* tecnologica di mercato.

Analizzando il processo di scissione più nello specifico, secondo quanto descritto nel *report* annuale 2021 dell'istituzione creditizia, nel giugno dello stesso anno l'ente ha dato inizio al processo di riorganizzazione del gruppo in seguito all'ottenimento dell'autorizzazione da parte di Banca d'Italia; il progetto, già definito a livello di *milestone* durante l'anno precedente, è stato avviato il 28 giugno, data in cui il CdA ha approvato il primo *step* di scissione parziale di *Credito Fondiario* in favore di *Master Gardant*, *Special Gardant* e *Gardant Investor SGR*.

A un mese di distanza, nel luglio 2021 si è proceduto ai c.d. "Atti di Iscrizione" presso il Registro delle Imprese, al fine di rendere *de facto* efficace la scissione e dare valenza giuridica al processo in atto; l'attività di *servicing* è stata ricondotta a tutti gli effetti al di fuori del perimetro di operatività della banca di fatto a partire dall'agosto 2021. Da un punto di vista contabile, l'operazione in analisi è stata inquadrata come processo di "*business combinations under common control*", in qualità di riorganizzazione della gestione e delle mansioni previste a livello operativo nell'ambito delle attività gestite dalla medesima proprietà, senza dunque apportare alcuna sostanziale differenza nella catena di controllo degli enti compresi nel perimetro dell'operazione.

Nello sviluppo del processo, il patrimonio netto della nascente *Banca CF+* stato identificato mediante l'individuazione del livello di capitale idoneo al rispetto dei requisiti prudenziali regolamentari (ai sensi della vigente *CRR*) e alle esigenze definite secondo il *Risk Appetite Framework (RAF)* dell'ente creditizio stesso, mentre per quanto riguarda il capitale sociale destinato alle società beneficiarie di nuova costituzione, lo stesso è stato allocato in funzione delle necessità definite per la gestione operativa e la messa a terra dei rispettivi *core business* definiti secondo il *master plan* implementativo.

### 3.2.4 *Le prestazioni di Gardant e CF+ a oggi*

In seguito al processo di scissione, i due enti operanti nei rispettivi *business* precedentemente individuati, hanno sin da subito dovuto affrontare le avversità scaturite dalla crisi pandemica, che ha avuto conseguenze significative sul panorama economico-finanziario nazionale e globale.

Vengono in primo luogo considerate le prestazioni maturate da parte del nuovo ente creditizio *Banca CF+*, ceppo bancario della struttura adottata in precedenza da parte di *Credito Fondiario*; il bilancio consolidato fa riferimento al gruppo bancario, costituito dalla capogruppo, da due *SPV* partecipate al 60% (i.e. *Cassia SPV* e *Convento SPV*), dalla società *BE Credit Management S.p.A.* – ente specializzato in *tax credits* - e da *Fifty S.r.l.*, società dedicata all'offerta di servizi accessori alla gestione dei crediti commercializzati.

Il processo di riorganizzazione del gruppo bancario *Credito Fondiario* è stato sviluppato con l'obiettivo di ridefinire la *mission* dello stesso ente e di centralizzare le attività di *servicing* su un soggetto separato (i.e. *Gardant*), di natura non bancaria, al fine di apportare benefici all'intero *business* in termini di efficienza e competitività. I risultati in prima istanza presentati si basano sull'attuazione del principio contabile *IFRS5* e si riferiscono alle *performance* ottenute da parte del gruppo bancario al netto delle attività operative cessate e degli investimenti inclusi nel perimetro di costituzione della stessa *Gardant*.

Il risultato economico consolidato in primo luogo identificabile per il bilancio d'esercizio del 2021 risulta dunque al netto della contribuzione (in termini prestazionali) derivante dalle attività comprese nel perimetro della scissione, posta in attuazione *de facto* a fine luglio dell'anno specificato; in applicazione del principio identificato, il gruppo riconducibile a *Banca CF+* ha realizzato un margine di intermediazione pari a 20,5 milioni di euro, derivato dalla somma tra la prestazione relativa al margine di interesse, pari a 29,3 milioni di euro, e l'applicazione delle commissioni per servizi, risultate prossime a livello contabile a una perdita di circa 2 milioni di euro (principalmente riconducibile all'applicazione dello stesso *IFRS5*); complessivamente l'ente registra per l'anno in esame una perdita di esercizio pari a 6,9 milioni di euro.

Ai fini di una maggiore comprensione della situazione economica della stessa Banca, la trattazione fa in secondo luogo riferimento alle voci patrimoniali dell'istituto creditizio precedentemente alla riclassificazione derivante dall'applicazione del principio contabile specificato; le voci riportate a bilancio sono state dunque rielaborate secondo un approccio di continuità aziendale coerente con struttura e attività rispetto all'operazione di scissione e, sono dunque inclusi nel risultato complessivo le prestazioni economiche delle attività oggetto di ristrutturazione aziendale fino all'effettivo istante temporale dell'operazione di scissione. In relazione all'applicazione della metodologia presentata, il gruppo ha concluso l'esercizio 2021 con una perdita netta di 6,2 milioni di euro, a fronte dell'impatto derivante dalla crisi sanitaria, che, come osservato anche nel precedente *Case Study* (i.e. *DoValue*, presentato in *Sezione 3.1*), ha comportato una significativa svalutazione dei portafogli creditizi di proprietà della *Banca CF+*, oltre che la riduzione delle commissioni potenzialmente ottenibili rispetto all'attività di *servicing* a pieno regime (compiuta dagli enti scissi) negli esercizi precedenti.

In linea con l'approccio contabile di continuità aziendale presentato, il margine di interesse consolidato risulta pari a 69,7 milioni di euro, a fronte degli 87 milioni di euro maturati nell'anno precedente, mentre le commissioni si attestano a quota 22,9 milioni di euro rispetto ai 39,6 milioni del 2020; quest'ultimo dato risente chiaramente dei soli 7 mesi di commissioni percepite sulle attività di *servicing*, svolta sia da parte dell'istituto finanziario che dalle entità comprese nel nascente intermediario finanziario *Gardant*.

In ultima analisi vengono infine presentate le *performance* operative maturate nel 2021 da parte del gruppo finanziario di nuova costituzione *Gardant*, che per struttura aziendale adottata, volumi complessivi e tipologia di attività compiute sono direttamente paragonabili con i risultati compiuti da parte di *DoValue*, presentati sinteticamente in *Sezione 3.1*.

Per quanto concerne la struttura consolidata precedente alla scissione, il gruppo *Gardant* aveva al proprio interno circa il 68% degli asset complessivi, e l'83% del personale; oltre alle proprie filiazioni, presentate sinteticamente in *Sezione 3.2.1*, il gruppo si basa il proprio *core business* su due *partnership* strategiche di lungo termine relative all'offerta delle *servicing activities*, rispettivamente con il gruppo *Carige* e con *Banco BPM*, entrambe avviate nel 2018. *Gardant* ha presentato nel bilancio del 2021 *asset in gestione (AuM)* per un ammontare complessivo pari a circa 20 miliardi di euro (a fronte dei 7 miliardi in gestione nel 2018) e *collections* consolidate per 790 milioni di euro, rilevazione maggiorata del 36% rispetto alla rilevazione relativa all'annualità precedente.

Tale significativo incremento nel parametro indicato evidenzia l'effettiva efficacia delle strategie individuate dall'ente per la gestione e il recupero di crediti in sofferenza, affiancate al percorso di efficientamento della struttura organizzativa interna intrapreso con l'operazione di scissione dalla precedente istituzione creditizia *Credito Fondiario*.

In relazione agli *asset* compresi nell'ambito di applicazione delle attività di *servicing*, il 95% dei crediti gestiti è di tipo *non performing*, anche se è prevista una significativa contrazione per la stessa percentuale nell'arco dei prossimi anni, in accordo con il piano strategico triennale presentato dallo stesso ente, secondo cui è previsto un ingresso significativo nel mercato degli *Stage 2*: tale *asset class* - con volumi prospettici a livello nazionale in notevole espansione, cfr. *Sezione 1.3* - è stata infatti identificata come veicolo idoneo ad un nuovo sviluppo di *core competence*, nonché principale strumento per un ulteriore *round* atto all'espansione nell'industria del *credit management*.

Per quanto riguarda infine i *key financial indicators* maturati da parte di *Gardant* per l'annualità in esame, le commissioni nette maturate dal compimento delle attività di *special servicing* si sono attestate complessivamente a quota 23,4 milioni di euro, che

hanno contribuito, congiuntamente agli investimenti finanziari in *ABS* effettuati precedentemente e maturati nell'anno, a generare ricavi complessivi per un controvalore di 42,3 milioni di euro.

Il risultato netto per il 2021 è stata una perdita di circa 44 milioni, principalmente riconducibile ai *minus* relativi all'impatto generato da due eventi di tipologia *non recurring*: in primo luogo, la perdita (già preventivata in fase di strutturazione del *business plan* relativo alla ristrutturazione di *Credito Fondiario*) derivante dalla cessione a prezzo di mercato della maggioranza delle note *ABS* di tipologia *mezzanine* e *junior* comprese in *Gardant* a seguito dell'operazione di *spin-off* compiuta da *Credito Fondiario*, per un valore di poco inferiore ai 43 milioni di euro; in secondo luogo, le svalutazioni annesse all'avviamento delle due piattaforme dei gruppi *Carige* e *Banco BPM* atte alla commercializzazione di crediti deteriorati, originariamente acquistate da parte della stessa *Credito Fondiario* e comprese nel perimetro dell'operazione di ristrutturazione, per un valore pari a 12,1 milioni di euro.

In conclusione, coerentemente con quanto presentato nello sviluppo del primo *Case Study* presentato, vengono infine riportati in *Figura 19* e *Figura 20* i *trend* evidenziati nell'analisi dei *Key Financial Indicators*, quali il margine di intermediazione (riferito al gruppo bancario) e Utili del periodo.

Come nota metodologica, al fine di garantire coerenza nell'operazione di accorpamento dei dati e evitare eventuali *double counting*, i risultati presentati per il biennio 2018-2019 si riferiscono al risultato consolidato da parte del gruppo *Credito Fondiario*, mentre per quanto riguarda il 2021 le voci finanziarie analizzate le stesse si riferiscono alla somma dei due enti di nuova costituzione *Gardant* e *CF+*. In particolare, le *performance* di quest'ultimo sono state considerate a seguito dell'applicazione del principio contabile *IFRS5*, che, come indicato in precedenza, non tiene conto dei risultati conseguiti nei primi 7 mesi dell'anno in relazione alle piattaforme poi comprese nel perimetro di *Gardant*.

Figura 19 - Componenti di redditività del gruppo bancario per 2018,2019 e 2021  
 [Rielaborazione basata su bilanci consolidati | Credito Fondiario, CF+ e Gardant]

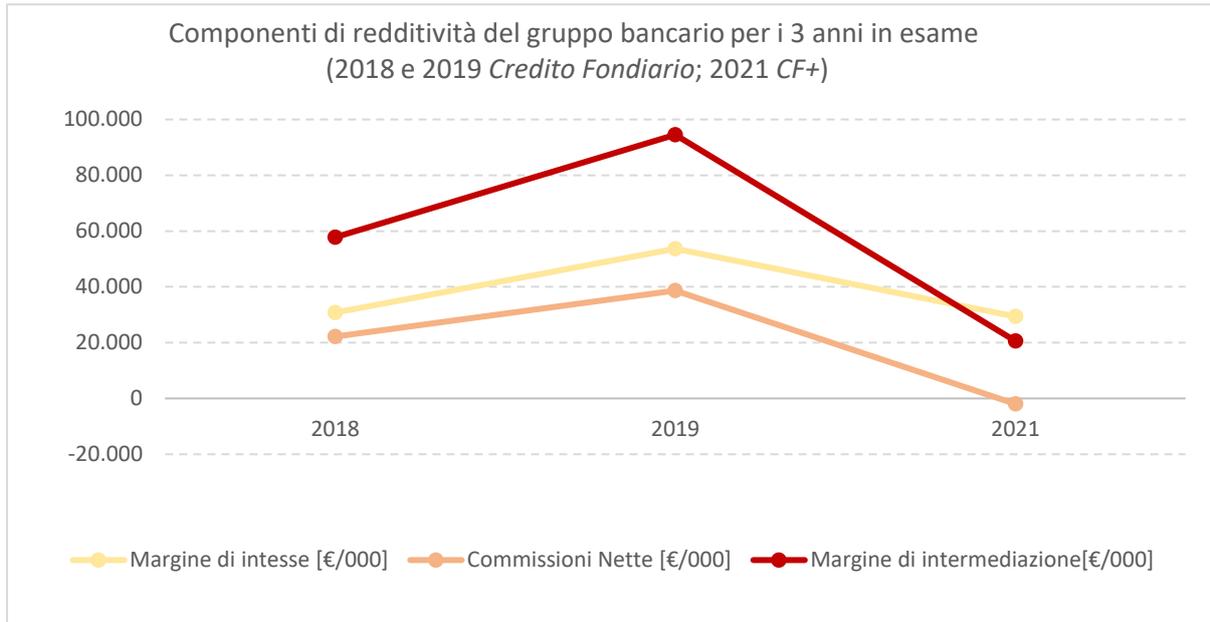
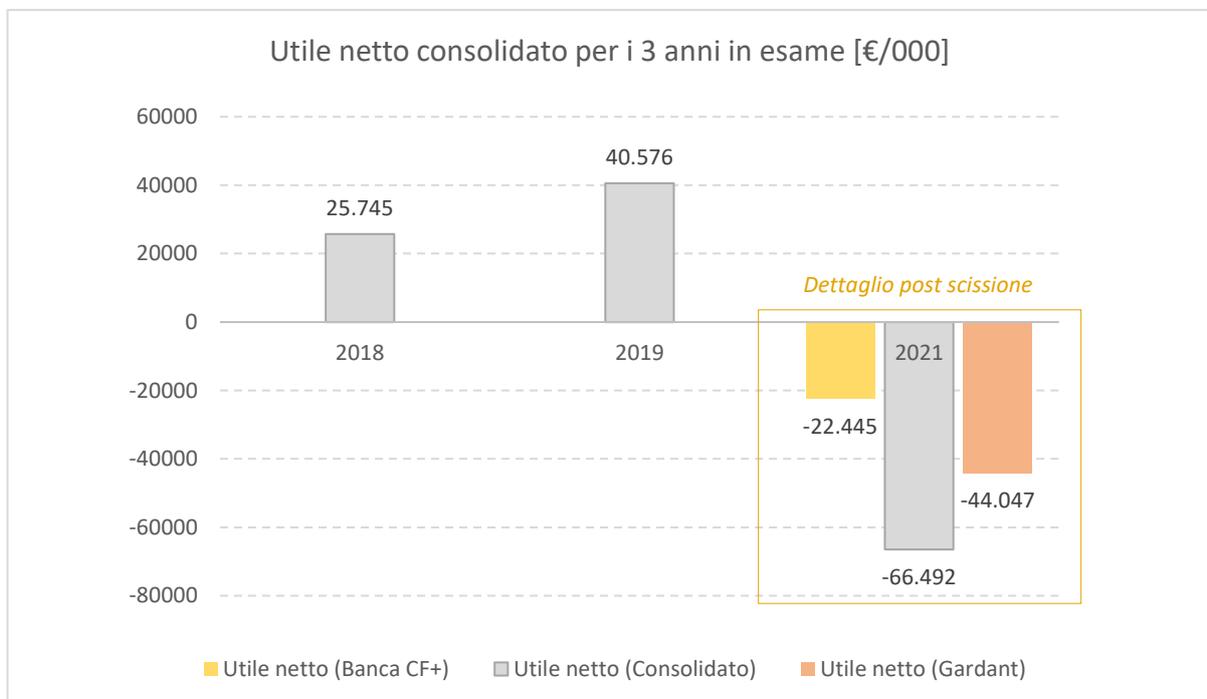


Figura 20 - Componenti di Utile netto consolidato per 2018,2019 e 2021  
 [Rielaborazione basata su bilanci consolidati | Credito Fondiario, CF+ e Gardant]



### 3.3 Confronto tra Case Study in analisi

I due *Case Study* presentati permettono di avere evidenza di alcune tra le diverse soluzioni strategiche potenzialmente adottabili da parte dei principali attori operanti nel mercato dei *non performing loans*, nonché, più nello specifico, nel settore del *debt management & servicing*. Il nuovo *set* normativo entrato in vigore negli ultimi anni ha inevitabilmente condizionato gli enti attivi in questo *business*, di fatto facendo scaturire risposte strategiche volte a ottimizzare in termini sia operativi e prestazionali, che a livello strutturale, gli stessi intermediari finanziari; oltre al nuovo trattamento regolamentare, i cambiamenti strutturali presentati sono stati sviluppati in concomitanza con gli sviluppi della crisi pandemica, che da un lato ha accelerato significativamente i processi di digitalizzazione e innovazione tecnologica delle strutture coinvolte, rendendoli *de facto* una necessità strategica, e causando d'altra parte un notevole rallentamento delle attività operative con annessa una conseguente flessione nelle *performance* economiche.

Nel primo caso in esame, la direzione strategica adottata da parte del gruppo *DoValue* è stata rivolta verso un consistente rafforzamento del presidio nel settore, perseguito mediante la messa a terra di diversi *round* di espansione nei mercati dell'Europa meridionale; l'ente ha di fatto decostituito il ramo relativo alla linea di servizio puramente bancaria, mediante la dismissione della licenza individuata dall'ex art. 106 TUB, al fine di alimentare la linea di servizio principale consistente nell'attuazione delle *servicing activities* sui portafogli di crediti deteriorati - affermandosi così come principale operatore in termini di volumi complessivi nelle aree indicate.

Un approccio differente è stato riscontrato nell'analisi del secondo *Case Study* presentato, in cui *Credito Fondiario* ha realizzato la scissione mediante lo sviluppo dello *spin-off* relativo alle attività di *servicing*, poi confluite nell'ente di nuova costituzione *Gardant*, di fatto mantenendo il radicamento nel settore bancario tramite il presidio di *Banca CF+*, costituita sul nucleo fondante della stesso ente creditizio *Credito Fondiario*.

A differenza del primo caso in analisi, non sono state sviluppate operazioni volte a un'espansione al di fuori del perimetro nazionale, ma l'ente originario ha individuato a livello strategico i *key success factors* della propria continuità aziendale nello sviluppo

tecnologico delle piattaforme operative, mediante la costituzione *de facto* di una *fintech* indirizzata verso l'avanguardia tecnologica, nel perseguimento dell'obiettivo di garantire un miglioramento dell'efficienza e un parallelo incremento dei volumi complessivi in gestione.

In ultima istanza, per entrambe le strutture aziendali è riscontrabile come i nuovi assetti organizzativi adottati abbiano nella sostanza perseguito una *encapsulation* delle proprie *core competence* tramite la costituzione di filiazioni dal perimetro ben definito, in grado di operare secondo un approccio altamente qualificato, al fine di rispondere proattivamente alla domanda di mercato per il settore in analisi, richiedente un approccio sempre più verticale e specializzato.

## 4. Conclusioni

La trattazione sviluppata ha perseguito l'obiettivo di articolare una analisi relativa al mercato delle *Non Performing Exposures*, di individuare i principi regolamentari fondanti e i meccanismi commercializzazione di questi strumenti finanziari, di quantificare mediante la strutturazione di analisi di *benchmarking* il complessivo giro di affari a livello nazionale, nonché di osservare l'evoluzione del settore nel corso degli ultimi anni.

La nuova struttura regolamentare definita dalle Autorità di Vigilanza italiane e comunitarie ha apportato significative modifiche al *framework* preesistente, di fatto spingendo gli intermediari finanziari e le istituzioni creditizie operative nel settore a rispondere proattivamente a livello strategico; in tal senso, i *Case Study* presentati hanno permesso di fornire utili spunti relativi alla giustificazione e alle necessità antistanti la strutturazione di operazioni di natura straordinaria adottate dagli attori presenti sul mercato, e di contestualizzarli in relazione alle potenziali dinamiche di cambiamento macroscopiche all'interno dello stesso.

Nel corso dei prossimi anni si prospetta in ultimo luogo un ulteriore riassetamento del settore, in funzione del significativo *trend* di crescita evidenziato rispetto allo *stock* di esposizioni pre-deteriorate e classificate come *Stage 2*; in relazione a ciò, gli operatori specializzati avranno il compito di sviluppare metodologie di gestione sempre più specifiche e *ad hoc* rispetto ai nuovi flussi attesi per tali strumenti finanziari, che saranno sempre in via maggiore oggetto di commercializzazione da parte degli istituti creditizi, con ripercussioni dirette sulla struttura dell'intera *value chain*, dal processo iniziale di istruttoria creditizia in fase di *origination* alla effettiva riscossione mediante *servicing activities*.

## 5. Bibliografia e sitografia

### 5.1 Bibliografia

- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Intesa Sanpaolo*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Unicredit*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Banco BPM*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Iccrea*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Monte dei Paschi di Siena*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Credit Agricole Italia*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *BPER*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *CCB*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Credem*, 2021;
- Relazione e bilancio individuale, *BNL*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Credito Fondiario*, 2018;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *Credito Fondiario*, 2018;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *CF+*, 2021;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *DoValue*, 2017;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *DoValue*, 2019;
- Relazione e bilancio consolidato, Gruppo *DoValue*, 2021;

### 5.2 Sitografia

- “Recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale”, Banca d'Italia, Luglio 2006  
[https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2006/basilea2/Doc\\_Cons\\_Informativa.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2006/basilea2/Doc_Cons_Informativa.pdf)
- “Implementing Technical Standard on Supervisory Reporting”, European Banking Authority, Marzo 2013  
<https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/>

- "Vigilanza bancaria e finanziaria – Matrice dei Conti", Banca d'Italia, Gennaio 2015  
[https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio/norme/circolari/c272/CIRC272\\_11\\_agg.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio/norme/circolari/c272/CIRC272_11_agg.pdf)
- "L'attuazione in Italia del principio contabile IFRS9 da parte di banche di minore dimensione e intermediari finanziari: prime evidenze", Banca d'Italia, Ottobre 2021  
[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0644/QEF\\_644\\_21.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0644/QEF_644_21.pdf)
- "Entrata in vigore della nuova definizione di default", Banca d'Italia, Gennaio 2021  
<https://www.bancaditalia.it/media/fact/2020/definizione-default/index.html>
- "Addendum to the ECB Guidance to banks on non performing loans: supervisory expectations for prudential provisioning of NPEs", Banca Centrale Europea, Marzo 2018  
[https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl\\_addendum\\_201803.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.en.pdf)
- "Regolamento UE 2019/630 del Parlamento Europeo e del Consiglio", Consiglio Europeo, Aprile 2019  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0630&from=IT>
- "Communication on supervisory coverage expectations for NPEs", Banca Centrale Europea, Agosto 2019  
[https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory\\_coverage\\_expectations\\_for\\_NPEs\\_201908.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NPEs_201908.en.pdf)
- "Guidelines on the application of definition of default", European Banking Authority, Settembre 2016  
<https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-on-the-application-of-the-definition-of-default>
- "The italian NPE market - Wind of change", PwC Italy, Luglio 2022  
<https://www.pwc.com/it/it/publications/npl-market.html>
- "Glossario Finanziario – Rischio di Credito", Borsa Italiana  
<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-di-credito.html>
- "Indicatori di rischio, rendimento e performance", Starting Finance  
<https://startingfinance.com/approfondimenti/indicatori-rischio-rendimento-performance/>
- "La metodologia di determinazione del rating creditizio per le imprese", Fisco&Tasse  
<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/14157-la-metodologia-di-determinazione-del-rating-creditizio-per-le-imprese.html>

- “Entrata in vigore della nuova definizione di default”, Banca Mediolanum  
*<https://www.bancamediolanum.it/nuova-definizione-di-default>*
- “La garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS)”, MEF  
*[https://www.mef.gov.it/focus/sistema\\_bancario/La-Garanzia-sulla-Cartolarizzazione-delle-Sofferenze-GACS/](https://www.mef.gov.it/focus/sistema_bancario/La-Garanzia-sulla-Cartolarizzazione-delle-Sofferenze-GACS/)*
- “Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti”, Gazzetta Ufficiale  
*<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1999/05/14/099G0212/sg>*
- “BEI-FEI: ok a nuovo prodotto per aiutare le PMI colpite dal Covid”, Funding Aid Strategies Investments  
*<https://fasi.eu/it/articoli/23-novita/23691-bei-fei-cartolarizzazione-sintetica-pmi-covid.html>*
- “Servicers in operazioni di cartolarizzazione: le recenti raccomandazioni di Banca d’Italia”, Diritto Bancario  
*<https://www.dirittobancario.it/art/servicers-in-operazioni-di-cartolarizzazione-le-recenti-raccomandazioni-banca-ditalia/>*
- “Servicers in operazioni di cartolarizzazione. Profili di rischiosità e linee di vigilanza”, Banca d’Italia  
*<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-20211110/Servicers-cartolarizzazione.pdf>*
- “Mps cartolarizza 24,1 mld di Npl. Chiede la Gacs per la tranche senior da 2,9 mld”, BeBeez  
*<https://bebeez.it/npl/mps-cartolarizza-241-mld-npl-chiede-la-gacs-la-tranche-senior-29-mld/>*
- “Credito Fondiario: efficace la scissione, nasce Gardant, Credito Fondiario al via come banca fintech per la media impresa”, Banca CF+  
*<https://www.bancacplus.it/press-e-media/comunicati-stampa/credito-fondiario-efficace-la-scissione-nasce-gardant-credito-fondiario-al-via-come-banca-fintech-per-la-media-impresa/>*