



Non performing loans Nascita di un mercato?

*Le aspettative di rendimento sono interessanti,
ma scarsa trasparenza ed elevati differenziali bid-ask
ne ostacolano lo sviluppo*

di Valter Conca

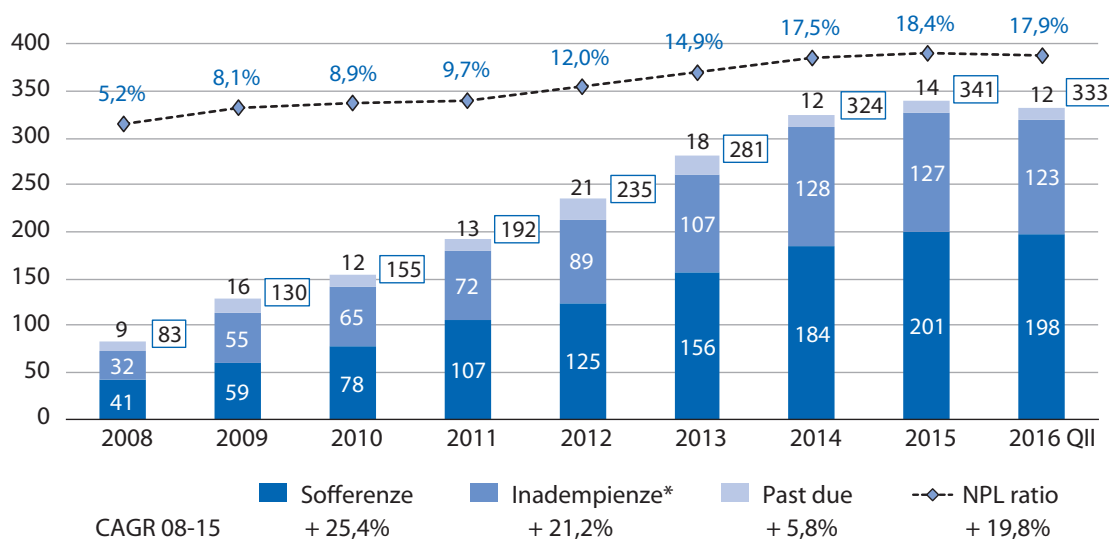
Dai primi dati rilevati dal database del PE Lab, il mercato del private equity anche nel 2016 ha proseguito con la modesta crescita degli ultimi anni (111 nuove società acquisite nel 2015 contro le 120 circa previste a fine 2016), riconfermando un numero di operazioni costantemente inferiore rispetto ai livelli pre-crisi: il sentiment degli operatori indica che la ricerca di interessanti deal si fa

sempre più ardua. Per questo motivo alcuni investitori istituzionali, nazionali ed esteri, stanno valutando attentamente una possibile strategia di diversificazione per allocare le risorse finanziarie disponibili verso asset class alternativi.

Sotto la lente di ingrandimento di grandi investitori da tempo rientra il mercato dei *non performing loans* (NPLs), ovvero le operazioni di compravendita dei cosiddetti crediti deteriorati in capo alle banche, mercato alimentato purtroppo dal-

le varie crisi che si sono susseguite dal 2007 a oggi, che hanno portato il valore dei crediti deteriorati a metà 2016 a circa 330 miliardi di euro, in lieve calo rispetto all'anno precedente per effetto di circa 19 miliardi di cessioni avvenute durante il 2015.

I fattori di attrattività per gli investitori non sono pochi: i cospicui valori di un mercato che «deve» essere forzatamente alleggerito, l'articolazione del mercato tra retail e corporate che favorisce l'interven-

figura 1 la distribuzione dei NPLs in Italia (miliardi di euro)


note: * dal 2008 calcolate come somma dei vecchi crediti cosiddetti incagliati e ristrutturati

fonte: rielaborazioni su dati Banca d'Italia, *Bollettino statistico*, vari anni

to di fondi con competenze differenziate (finanziarie e industriali), non ultime le interessanti aspettative di rendimento. Da una recente ricerca del PE Lab (1) su un significativo campione di fondi di private equity, emerge che oltre la metà dei fondi interessati al mercato dei NPLs si attende rendimenti in termini di IRR dal 15 al 25 per cento.

L'avvio di questo mercato è altresì motivato da fattori di politica economica e di opportunità di natura «sistemica». Infatti, alla necessità delle singole banche di alleggerire i bilanci e liberare risorse da reimpiegare nella concessione di credito alle imprese per far ripartire l'economia reale si aggiungono fattori di influenza esterna, come le spinte eurocentriche per portare i sistemi bancari nazionali a livelli compatibili con la normativa degli accordi di Basilea (tema delle *asset quality review*), o la necessità per le banche centrali di mantenere un forte pressing sulla politica di bilancio (e sulla trasparenza nei confronti dei terzi) delle banche domestiche.

Il problema, peraltro, è assai rilevante per l'Italia, che presenta il più

alto ammontare di crediti deteriorati in Europa: sui 1203 miliardi complessivi, l'Italia pesa per il 28,2 per cento, la Francia per il 14,3, la Spagna per il 12,3 e l'UK per il 9,2 (2).

Nonostante se ne parli ormai da tempo, la difficoltà di avviare un vero e proprio mercato dei NPLs è sotto gli occhi di tutti per via di alcuni ostacoli non facilmente superabili. Un primo elemento riguarda la scarsa trasparenza del mercato. Nella citata ricerca, i principali fondi internazionali interessati ad acquisire crediti deteriorati hanno incontrato difficoltà nel rilevare e interpretare i numeri del mercato (ammontare dei crediti deteriorati per tipologie, tassi di svalutazione ecc.) su cui montare le singole operazioni; ulteriori problemi sono derivati dalla complessità delle procedure di smobilizzo dei crediti delle singole banche, dalla lunghezza del *recovery time* e dalla complicatezza della normativa fallimentare.

La Figura 1 offre una prima indicazione riguardo all'ammontare dei crediti deteriorati e alla segmentazione del mercato sulla base della

recente classificazione imposta dalla EBA (European Banking Authority) entrata in vigore nel 2016.

La nuova classificazione, pur non scostandosi molto dalla precedente, comporta qualche elemento di innovazione con l'introduzione dei cosiddetti *crediti forborne* che le banche possono classificare sia *performing* sia *non performing* (si veda anche la Scheda 1). Indipendentemente da questi ultimi, che peraltro hanno scarsa rilevanza, i crediti sono raggruppati sulla base del rischio di riscossione e si dividono in tre categorie:

1. sofferenze;
2. inadempienze probabili;
3. *past due* e crediti sconfinanti,

riflettendo il grado di rischio del credito, decrescente a partire dalle sofferenze.

Il mercato dei crediti deteriorati in Italia valeva circa 341 miliardi di euro a dicembre 2015, pari al

(1) La ricerca è stata presentata e discussa al convegno «Dimensione e profili del mercato dei NPLs corporate» il 2 marzo 2016.

(2) Fonte: EBA, *Risk Dashboard*, 2015.

18,4 per cento del totale delle esposizioni; il maggior peso riguardava i primi cinque gruppi bancari, che ne detenevano oltre 200 miliardi. Dal 2008 a oggi, ciò che grava maggiormente sulla stabilità dei bilanci bancari sono le cosiddette sofferenze, che hanno da sempre rappresentato più del 50 per cento del totale dei NPLs e che, a giugno 2016, hanno raggiunto il 59,8 per cento dei 333 miliardi registrati.

Al di là dei valori assoluti, i dati vanno poi interpretati anche in rapporto ad altri parametri. Fa specie, per esempio, rilevare che quasi un quinto delle erogazioni bancarie risulta oggi a rischio di rimborso. Rispetto all'ammontare dei prestiti erogati in essere, il *NPL ratio* (crediti deteriorati/prestiti erogati) non dà spazio per interpretazioni ottimistiche, dal momento che i crediti deteriorati sono cresciuti del 22,4 per cento (C.A.G.R. 2008-2015) a fronte di un aumento delle erogazioni pari al solo 2,1 per cento.

Un secondo aspetto determinante riguarda il valore in bilancio dei crediti, frutto della politica di ac-

cantonamento della singola banca. In linea generale, i crediti deteriorati delle banche hanno subito una svalutazione media pari al 45 per cento, lievemente superiore nelle banche ove maggiore è l'incidenza delle sofferenze (3).

Un focus particolare meritano le sofferenze, che rappresentano il mercato più problematico oggetto delle potenziali transazioni (Figura 2). È interessante notare come il totale delle sofferenze (198 miliardi nel 2016) al netto degli accantonamenti effettuati scende a ben 84 miliardi: ciò significa che le banche hanno svalutato i crediti di oltre la metà.

I dati esposti rispondono proprio all'esigenza, accennata in precedenza, di colmare il gap informativo lamentato dagli investitori, dal momento che, oltre a evidenziare i valori netti e il *coverage ratio* di ogni anno, i numeri sottendono un'ipotesi di valorizzazione del mercato potenziale delle sofferenze calcolato nel suo tetto massimo. In altri termini, un investitore interessato ad acquisire crediti in sofferenza sul mercato italiano è in grado

di valutarne la consistenza sapendo che, a giugno 2016, il mercato ha un valore ben inferiore agli 84 miliardi attuali, essendo nota l'esistenza di un successivo *price gap* che porta dal valore netto contabile al valore di effettivo realizzo sul mercato.

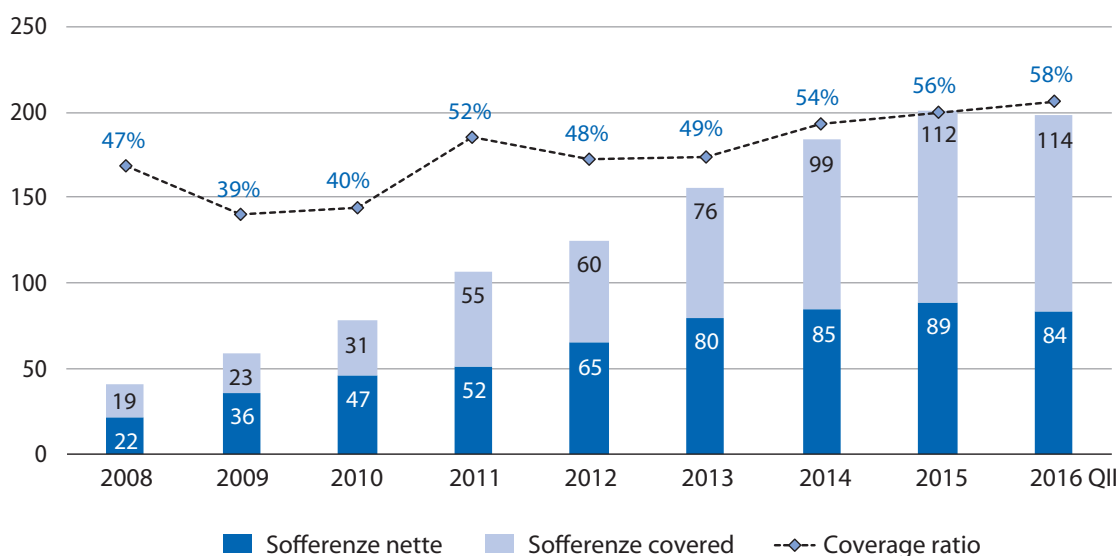
La quota di sconto sul valore dipenderà non solo dalla capacità negoziale del compratore ma anche, in larga parte, da una serie di variabili quali:

- dimensione del credito;
- segmento di riferimento;
- tipologia del pacchetto offerto;
- presenza di garanzie.

L'analisi va poi approfondita in funzione dei due differenti segmenti di mercato: il segmento corporate, riferito ai crediti delle imprese non finanziarie, e il segmento retail, riferito ai crediti in capo alle famiglie e ai singoli soggetti economici. La scelta di operare nel retail (segmento che ha visto già varie tran-

(3) Mediobanca, *Focus sul sistema bancario italiano nel 2015*, febbraio 2017.

figura 2 | sofferenze: ammontare netto e coverage ratio (miliardi di euro)



fonte: rielaborazioni su dati Banca d'Italia, *Supplemento al Bollettino statistico*, vari anni

La nuova classificazione dei crediti deteriorati

Le informazioni sulla «qualità del credito» presenti nei sistemi bancari sono dedotte dalla contabilità nazionale attraverso una serie di indicatori. Come esposto nelle Figure 1 e 2 sopra, tra gli indicatori principali spiccano il rapporto crediti deteriorati/prestiti erogati (NPLs ratio) e il tasso di copertura dei crediti deteriorati (coverage ratio), calcolati con riferimento alle differenti tipologie di crediti (crediti retail e crediti corporate). La necessità di un confronto internazionale nella determinazione dell'entità dei crediti deteriorati (NPLs) all'interno dei singoli paesi è stata sino a oggi fortemente ostacolata dalle differenti modalità di classificazione imposte dalle singole autorità centrali. Il tema non è di poco conto: se da un lato diventa impossibile analizzare la diversa resilienza dei sistemi bancari nazionali, dall'altro tale situazione comporta un grado di incertezza sui mercati, ostacolando, di fatto, sia le misure di intervento adottabili per ridurre l'impatto dei NPLs, sia le scelte degli operatori interessati a operare in questo mercato. Come già illustrato in precedenza, la scarsità di informazioni è considerata unanimemente uno dei principali fattori che ostacolano il decollo di un vero mercato dei NPLs: è chiaro che la presenza di paesi con criteri più laschi o più stringenti non consente una precisa e omogenea valutazione del rischio degli asset sottostanti in pancia alle banche.

La normativa italiana fino al dicembre 2014 prevedeva la distinzione dei crediti deteriorati in quattro categorie differenti:

- *sofferenze* – crediti la cui totale riscossione non è certa (per le banche e gli intermediari finanziari che hanno erogato il finanziamento) poiché i soggetti debitori si trovano in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili;
- *incagli* – esposizioni verso affidati in temporanea situazione di obiettiva difficoltà che, peraltro, possa essere prevedibilmente superata in un congruo periodo di tempo;
- *crediti ristrutturati* – esposizioni per le quali una banca, a causa del deterioramento delle condizioni economico-finanziarie del debitore, acconsente a modifiche delle originarie condizioni contrattuali (per esempio, rinegoziazione della durata del debito, riduzione dell'ammontare del debito e/o degli interessi) che danno luogo a una perdita;

- *crediti scaduti e/o sconfinanti deteriorati (past due)* – esposizioni (diverse da quelle classificate a sofferenza, incaglio o fra le esposizioni ristrutturate) scadute o sconfinanti da oltre 90 giorni e classificate a fini prudenziali come «esposizioni scadute», oppure «esposizioni in default».

Con il processo di revisione degli attivi (il cosiddetto *asset quality review*), avviato a livello comunitario e posto in atto da EBA nel novembre del 2013, e con l'emergere dell'inconfrontabilità delle situazioni tra i singoli paesi, il 9 gennaio 2015 la Commissione Europea ha reso applicativi gli *Implementing Technical Standard* redatti dall'EBA con l'obiettivo di uniformare i principi adottati nella valutazione dei crediti deteriorati.

La filosofia di base che ha guidato tale cambiamento si poggia su due definizioni:

- le esposizioni deteriorate (*non performing exposure*);
- le esposizioni oggetto di concessioni (*forborne exposure*),

introducendo una significativa innovazione normativa. Sono considerate *non performing exposure* quelle che soddisfano almeno uno dei seguenti criteri (*):

- esposizioni scadute da oltre 90 giorni;
- esposizioni che presentano il rischio di non essere totalmente rimborsate, se non attraverso il ricorso all'escussione dell'eventuale garanzia, indipendentemente dal fatto che siano o meno scadute e dagli eventuali giorni di scaduto (criterio dello *unlikely to pay* del debitore principale).

Le *forborne exposure* sono esposizioni creditizie che hanno subito una modifica delle condizioni contrattuali o oggetto di un rifinanziamento totale o parziale, a seguito di difficoltà finanziarie del debitore che potrebbero causare una perdita per il finanziatore. Non è detto che il credito classificato come *forborne* sia *non performing*, e che dunque il debitore risulti inadempiente alla data della rilevazione. Infatti, affinché si possa attivare la presunzione di *forbearance*, è necessario che le posizioni

(*) Fonte: F. Ciocchetta, A. Rendina, L. Schiavo, «La classificazione dei crediti deteriorati», in E. Carluccio, V. Conca (a cura di), *Il mercato dei NPLs tra domanda e offerta*, Milano, Egea, 2017, pp. 19-53.

debitorie siano scadute da più di un mese almeno una volta nei tre mesi precedenti la modifica contrattuale. Si noti come questa classificazione comprenda uno spettro molto più ampio di crediti: è decisamente più stringente rispetto a quella precedentemente adottata di *past due*, che si rifaceva alla condizione di default identificata nei 90 giorni di inadempienza da parte del debitore. Pertanto i crediti *forborne*, essendo sia *performing* sia *non performing*, meritano di essere valutati per il potenziale impatto sull'ammontare dei NPLs. È utile ricordare che mentre i *forborne performing* rientrano per definizione nei crediti *in bonis*, i *forborne non performing* sono considerati deteriorati e classificati nella categoria delle inadempienze (ovvero gli incagli nella vecchia classificazione).

La nuova classificazione dettata da Banca d'Italia prevede:

- *sofferenze* – crediti a forte rischio di incasso per debitori in stato di insolvenza o in situazioni assimilabili, incluse le situazioni di ristrutturazione dei debiti a fini di liquidazione;
- *inadempienze probabili* – crediti giudicati dalla banca

di improbabile incasso anche in assenza di importi scaduti;

- *esposizioni scadute/sconfinanti (past due)* – crediti scaduti o sconfinanti da oltre 90 giorni che abbiano superato una cosiddetta «soglia di rilevanza». Tale soglia risulta pari al 5 per cento dell'intera esposizione riferita al valore maggiore tra la media giornaliera dello scaduto/sconfinante nell'ultimo trimestre precedente la segnalazione, e la quota scaduta/sconfinante al momento della segnalazione.

Specifiche applicazioni riguardano infine l'approccio per debitore o per transazione. Nel secondo caso si introduce la novità del cosiddetto *pulling effect*, ovvero il trascinamento in esposizioni deteriorate del complesso delle esposizioni verso un debitore.

Al di là di questa complessa articolazione, la nuova classificazione si pone l'obiettivo di adottare criteri più prudenziali, e di migliorare l'informativa di bilancio con una conseguente capacità di segnalazione più veloce e accurata. La scommessa è se riuscirà in questo intento!

SCHEDA 1

sazioni) è fortemente condizionata dalla granularità dei valori e dall'elevato numero dei debitori. Esattamente all'opposto si pone invece la gestione dei crediti nel segmento corporate, dove il problema è acquisire crediti da convertire in azioni per poi ristrutturare la società.

Allo stato attuale il principale ostacolo che si riscontra nel segmento corporate, dove gli importi delle transazioni sono decisamente elevati, sta proprio nel differenziale *bid-ask*. Su tale divario incidono pesantemente alcuni fattori di tipo tecnico, di seguito riportati sulla base del grado di rilevanza percepiti dagli operatori.

In particolare, si fa riferimento a:

1. il *recovery time* e IRR;
2. la base informativa;
3. la segmentazione del portafoglio;
4. le politiche di bilancio bancarie;
5. le GACS e la leva finanziaria.

Più precisamente, assume rilevanza il *recovery time*, come peraltro confermato dalla già citata ricerca, dove gli operatori intervistati hanno assegnato un giudizio medio di 8 su 10 a tale fattore, attribuendogli la massima capacità di influenza nel ridurre il differenziale tra domanda e offerta.

Nel caso specifico delle sofferenze, il valore attuale è legato in primo luogo al momento in cui il creditore entrerà in possesso dei flus-

si e, secondariamente, al tasso di sconto dei medesimi (valore finanziario del tempo). Considerando che da una recente ricerca (4) si stima che attualmente il tempo medio di estinzione delle sofferenze sia pari a 7,3 anni, è intuitivo comprendere che una sostanziale riduzione dei tempi abbia un effetto assai rilevante sul valore dell'operazione. Peraltro, nel caso delle sofferenze corporate, l'allungamento dei tempi di recupero comporta un detrimento del valore che va oltre la componente finanziaria, per via del na-

(4) Cerved, *L'evoluzione dei crediti deteriorati in Italia e l'impatto delle riforme*, giugno 2016.



Valter Conca

è professore presso il Dipartimento di Management e Tecnologia dell'Università Bocconi. Insegna nei corsi di Economia Aziendale e Gestione delle Imprese e di Management delle Acquisizioni. Docente di Corporate Finance presso la SDA Bocconi School of Management e Direttore del Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita.
valter.conca@sdabocconi.it

turale impoverimento della qualità dell'asset.

La divergenza riscontrabile tra domanda e offerta è inoltre motivata dalla difformità nel calcolo del tasso di sconto tra compratori e venditori, se si considera che il tasso del venditore dipende dal costo del capitale del *lender*, mentre il tasso del compratore esprime il tasso di rendimento atteso dall'investitore.

La lunghezza dei tempi e l'elevato valore delle transazioni corporate giustificano, purtroppo, la difficoltà di far incontrare le aspettative del compratore con le esigenze del venditore: a questo scopo sono particolarmente attesi i promessi interventi di accorciamento delle procedure giudiziali. ■



Banca Popolare di Bari La prima volta della GACS

di Emanuele Carluccio
e Camilla Bindi

CASE
STUDY

La causa primaria del mancato sviluppo di un vero e proprio mercato italiano di crediti non performing è da ricercarsi nel considerevole bid-ask gap che caratterizza la domanda e l'offerta di tali strumenti.

Infatti, da un lato la domanda di NPLs è influenzata principalmente da logiche di mercato, che spingono i potenziali investitori a richiedere rendimenti sempre maggiori a fronte dell'elevato rischio percepito e a formulare un range di prezzo oscillante tra il 20 e il 30 per cento del valore lordo del credito; dall'altro, invece, l'offerta è condizionata dall'impossibilità per le banche di cedere le sofferenze a un prezzo inferiore al *net book value* (NBV), ossia il valore contabile a cui i crediti sono iscritti a bilancio: a fronte di un aumento del tasso di copertura delle sofferenze in Italia (dal 54,0 per cento di fine 2014 al 57,7 di metà 2016), si è assistito a una progressiva riduzione del

NBV dal 46,0 al 42,3 per cento del valore lordo del credito nello stesso arco temporale. Considerando, quindi, il range di prezzo comunemente offerto dal lato della domanda, ne deriva un *bid-ask gap* «strutturale» sul mercato dei crediti deteriorati compreso tra il 12,3 e il 22,3 per cento.

Il funzionamento della GACS

Tra i possibili meccanismi attivabili al fine di attenuare questo differenziale figura la Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze (GACS), ufficializzata con il decreto legge n.18 del 14 febbraio 2016, poi convertito in legge a seguito dell'approvazione del testo normativo n.49 dell'8 aprile 2016. Tale strumento ha la finalità di rendere maggiormente liquido e trasparente il processo di cartolarizzazione delle sofferenze, concedendo alle banche una garanzia statale a prezzi di mercato. Inoltre, questa modalità tecnica non prevede, a priori, alcun esborso da parte dello stato – e, dunque, non grava sul bilancio nazionale – almeno sino a quando le tranche di crediti cartolarizzati garantiti vengono ripagate.

Alla base del funzionamento della GACS vi è dunque il processo di cartolarizzazione delle sofferenze, che si struttura come una normale operazione di *securitization* tramite la creazione di uno *special purpose vehicle* (SPV) al quale la banca cede le proprie sofferenze a un valore non superiore rispetto al loro NBV. Da parte sua, lo SPV prepara l'emissione di *asset backed securities* (ABS), ossia titoli obbligazionari i cui flussi sono garantiti da quelli derivanti dalle attività sottostanti, rappresentati in questo caso dalle sofferenze.

Le obbligazioni emesse dal veicolo sono quindi suddivise in diverse tranche (*senior*, *junior* ed eventualmente *mezzanine*) a seconda del loro grado di *seniority*: alla tranche *senior* deve contestualmente essere assegnato un rating da una o più agenzie riconosciute dalla BCE.

L'attività di gestione e recupero dei crediti è invece svolta da un *servicer* esterno e indipendente, che potrà essere scelto direttamente dall'investitore che abbia acquistato una parte pari ad almeno il 51 per cento dell'intera tranche *junior* emessa.

A questo punto, ciascuna banca coinvolta nel processo ha la facoltà, tramite lo SPV, di sottoscrivere la GACS: tale garanzia potrà essere applicata alla sola tranche *senior*, a condizione che la banca sia riuscita a collocare sul mercato il 50 per cento più uno dei titoli *junior* e, in ogni caso, un ammontare di ABS *junior* e *mezzanine* tali da permettere l'eliminazione contabile delle sofferenze cartolarizzate dal bilancio.

Di conseguenza, il prezzo da corrispondere allo stato dipenderà dal rating e dalla *maturity* della tranche *senior* stessa. Più nello specifico, l'ammontare della commissione sarà determinato sulla base del premio medio pagato sui *credit default*

Il caso è tratto da L.R. Ameruso, E. Carluccio, «La garanzia cartolarizzazione sofferenze», in E. Carluccio, V. Conca (a cura di), *Il mercato dei NPLs tra domanda e offerta*, Milano, Egea, 2017, pp. 133-69.

swap (CDS) di un paniere di società italiane aventi un profilo di rischio complessivamente in linea con quello della tranche senior. Al tempo stesso, il prezzo della GACS risulterà direttamente proporzionale alla scadenza dei crediti non performing cartolarizzati, al fine sia di compensare il maggiore rischio associato a una durata più lunga dei titoli, sia di incentivare un più efficiente recupero del credito.

Vale infine la pena sottolineare che, come in un comune processo di *pay-through securitization*, i fondi a disposizione dello SPV, al netto delle diverse commissioni debitamente trattenute dal servicer e di quelle corrisposte per la GACS, dovranno essere impiegati per soddisfare gli investitori sulla base del grado di seniority della tranche di ABS acquistata.

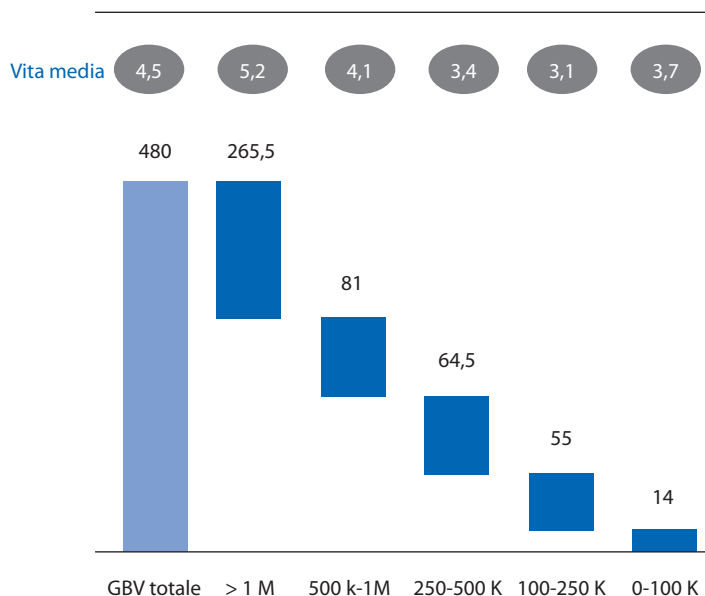
La GACS all'opera

La prima e, al momento, unica operazione con l'utilizzo della garanzia statale è stata perfezionata nel mese di agosto del 2016 ad opera della Banca Popolare di Bari ScpA.

Strutturata nell'arco di un semestre, tale operazione ha avuto come oggetto la cessione di sofferenze appartenenti a Banca Tercas SpA, Banca Caripe SpA (fuse in Banca Popolare di Bari nel luglio del 2016) e alla stessa Banca Popolare di Bari: è stato cartolarizzato un portafoglio di crediti *non performing* per un *gross book value* (GBV) totale di 480 milioni di euro, composto per il 70,8 per cento da crediti *secured* (prevalentemente proprietà residenziali e commerciali) e per il 29,2 per cento da crediti *unsecured*. Il portafoglio, nel complesso, risulta concesso a 915 controparti andate in default.

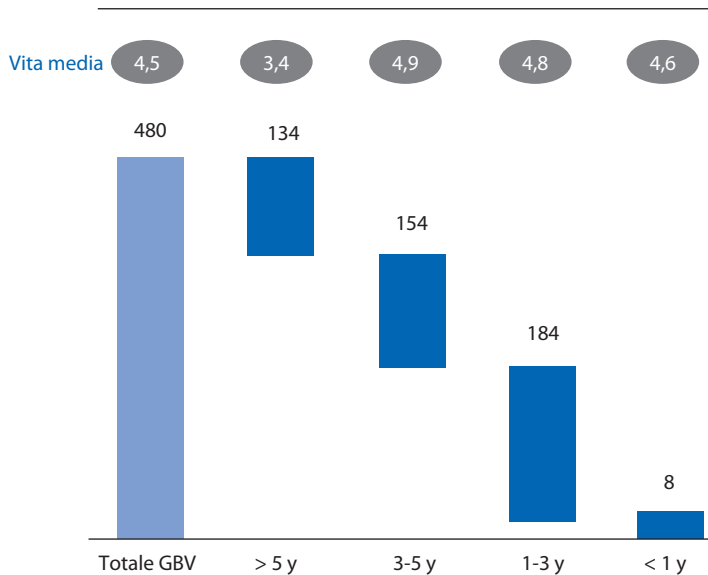
Analizzando la Figura 3, è possibile notare la presenza predominante di esposizioni aventi un GBV maggiore di 1 milione di euro, anche se nessuna di esse è caratterizzata da un importo dovuto superiore ai 9 milioni. La Figura 4, invece,

figura 3 | il breakdown del portafoglio ceduto per classi di GBV (valori lordi, milioni di euro)



fonte: Banca Popolare di Bari

figura 4 | il breakdown del portafoglio ceduto per vintage (valori lordi, milioni di euro)

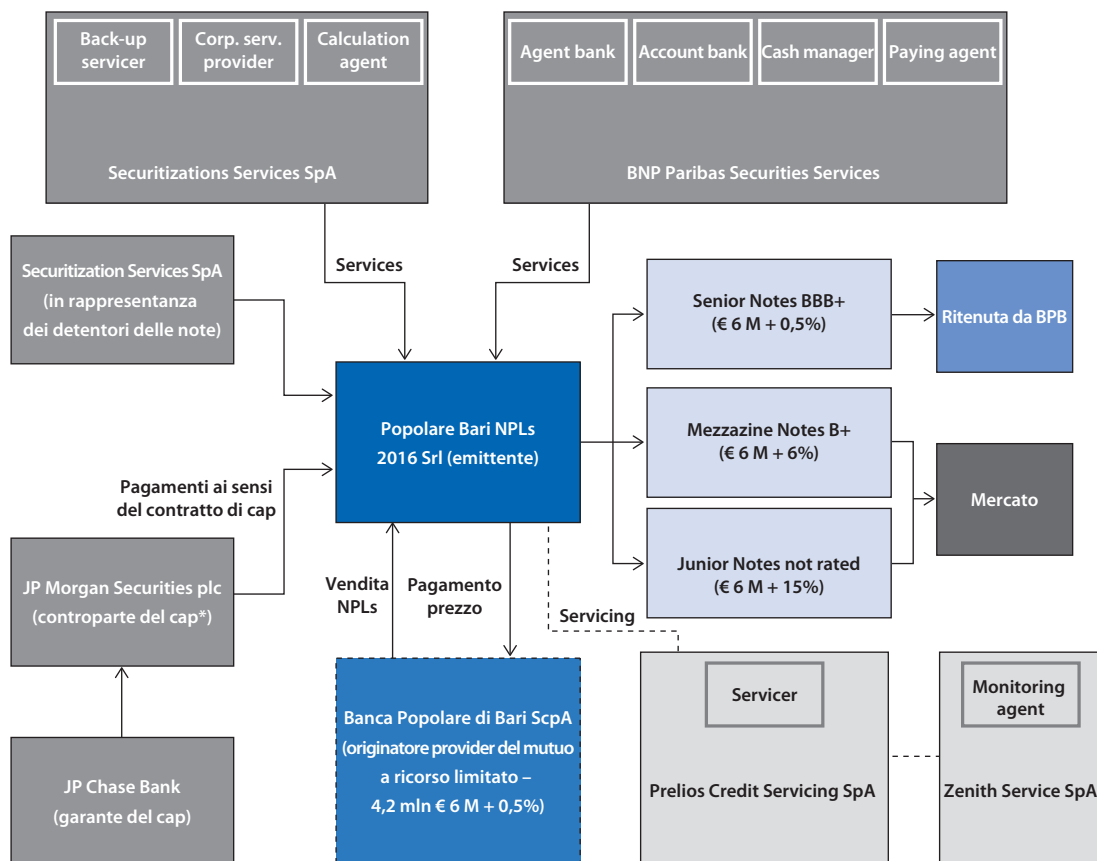


fonte: Banca Popolare di Bari

consente di effettuare un *breakdown* del portafoglio ceduto sulla base del *vintage*, ossia per data di entrata in default: la distribuzione è pressoché uniforme nelle fasce da uno a tre

anni, da tre a cinque e maggiore di cinque anni. Una minima parte del portafoglio risulta invece da esposizioni entrate in default da meno di dodici mesi.

figura 5 | lo schema dell'operazione e i soggetti coinvolti



note: cap su Euribor 6 mesi (base per senior e mezzanine) pari allo 0,1%
 fonte: Banca Popolare di Bari

Dopo aver considerato le caratteristiche principali del portafoglio di sofferenze ceduto, possiamo quindi analizzare la struttura dell'operazione di cartolarizzazione. La transazione è finanziata tramite l'emissione di tre tranches: una senior, una mezzanine e una junior. L'originatore, Banca Popolare di Bari ScpA, ha ceduto un portafoglio di NPLs all'emittente delle note, Popolare Bari NPLs 2016 Srl, che ha emesso le note ABS per finanziare l'acqui-

sto del *pool*. L'attività di *servicing* è invece svolta da Prelios Credit Servicing SpA. La Figura 5 permette di individuare le altre controparti e i loro ruoli.

Di primaria importanza è il ruolo delle agenzie di rating Moody's e DBRS, che hanno avuto il compito di valutare lo standing creditizio del portafoglio ceduto. A ciascuna tranche è stato assegnato un rating sulla base del quale è stato poi calcolato il costo della garanzia statale

da applicare sulla parte senior delle note.

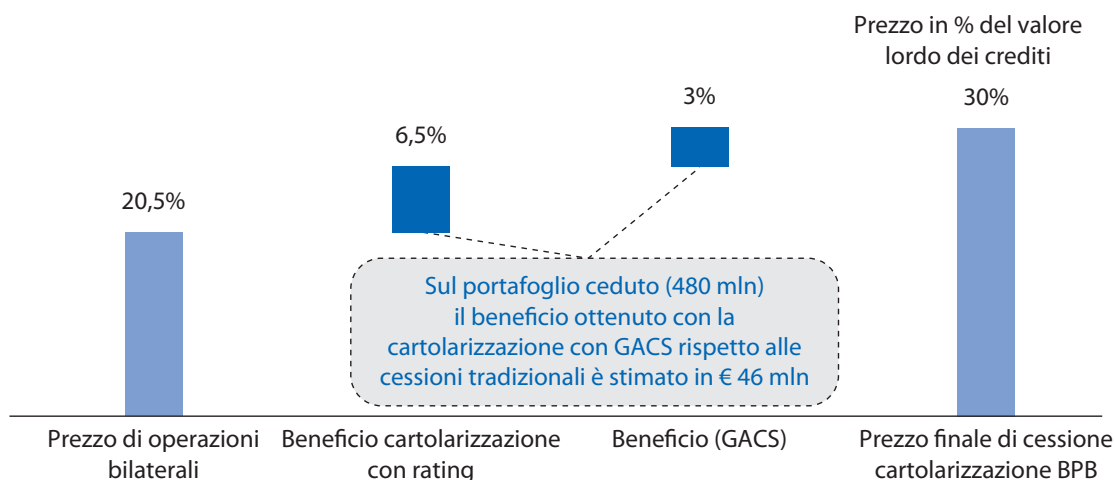
Secondo l'analisi di Moody's, il portafoglio è stato suddiviso in una senior tranche, con rating Baa1/BBB+ («Classe A»), con rendimento pari all'Euribor a sei mesi più uno spread dello 0,5 per cento, una parte mezzanine con rating B2/B+ («Classe B»), con rendimento pari all'Euribor a sei mesi più uno spread del 6,0 per cento e una parte junior, unrated («Classe J»), il cui



Emanuele Carluccio

è professore di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università di Verona, dove insegna nei corsi di Private e Corporate Banking e di Economia del Mercato Mobiliare. È docente presso la SDA Bocconi School of Management. Svolge attività di ricerca e attività professionale nel campo della consulenza finanziaria in materia di investimenti e nell'asset management.
emanuele.carluccio@sdbocconi.it

figura 6 | il beneficio ottenuto dalla cartolarizzazione con la GACS



fonte: Banca Popolare di Bari

rendimento è invece pari all'Euribor a sei mesi più uno spread del 15,0 per cento

Affinché il meccanismo della GACS possa essere effettivamente attivato, i flussi di cassa in uscita per l'emittente delle note, previsti su base semestrale, devono rispettare dei criteri di priorità ben precisi .

La struttura dell'operazione, secondo la valutazione di Moody's, permetterà il regolare pagamento degli interessi sulle note senior e il rimborso di tutte le altre note con rating al termine o prima della loro *legal final maturity*. A garanzia di ciò, sono state costituite due riserve di liquidità, la prima *amortizing*, pari a 4,2 milioni di euro, finanziata dalla banca cedente, e la seconda *non-amortizing*, pari a 2,5 milioni di euro: le riserve totali saranno sufficienti a pagare per circa 18 mesi gli impegni previsti in termini di inte-

ressi sulle note di classe A e le spese senior, ma non potranno essere utilizzate per coprire gli interessi sulle note di classe B.

La valutazione finale alla quale Moody's è pervenuta è il risultato dell'analisi di un'ampia serie di fattori di natura tanto quantitativa quanto qualitativa, tra cui in particolare:

1. le caratteristiche del pool di NPLs cartolarizzati;
2. il tempo di recupero stimato dei crediti deteriorati;
3. il numero di azioni legali necessarie per l'alienazione degli immobili a garanzia;
4. il tasso di recupero per i crediti secured e unsecured e la sua volatilità (nel caso dei crediti unsecured, Moody's ha applicato un recovery rate pari al 13 per cento, stimando una volatilità pari al 5 per cento e un timing dei flussi recuperati esteso su undici anni con un picco nei primi cinque anni e durante l'ultimo anno);

5. l'impatto derivante dall'attività di gestione del servicer;

6. la liquidità a disposizione per ogni classe di note emesse;

7. la presenza di un *interest rate cap*, ancorato all'Euribor a sei mesi e con uno *strike rate* pari allo 0,10 per cento, assicurato da JP Morgan Securities Plc.

Il report di valutazione di Moody's mette chiaramente in evidenza i punti di forza dell'operazione: *in primis*, la presenza di un servicer che, rispetto all'*originator*, permette di raggiungere tassi di recupero maggiori e l'allineamento degli interessi degli investitori con quelli del servicer stesso, grazie alla presenza di una *performance fee* molto interessante accanto a una *fee* di base piuttosto contenuta. Poi, la presenza di un *monitoring agent* (Zenith Services SpA), che permette di tenere sotto controllo periodicamente gli even-



Camilla Bindi

è laureanda del MSc in Accounting, Financial Management and Control presso l'Università Bocconi, dove sta svolgendo uno stage come research analyst per il PE Lab – Laboratorio Private Equity & Finanza per la Crescita; è laureata in Economia e Finanza all'Università Bocconi. bindi.camilla@gmail.com



L'avvio del mercato dei NPLs è motivato da fattori di politica economica e di opportunità di natura «sistemica»

tuali scostamenti tra i risultati raggiunti e quelli previsti nel business plan. Quest'ultimo è da considerarsi un altro punto di forza dell'operazione: estremamente dettagliato, indica la strategia adottata dal servicer per il recupero dei crediti e il timing delle *collection* per ogni credito ricompreso nel portafoglio. Inoltre, per quanto riguarda la parte dei crediti secured, è bene sottolineare come il 70 per cento circa degli immobili a garanzia sia stato oggetto di recente valutazione da parte di un esperto indipendente.

I principali punti di debolezza, invece, sono dovuti all'irregolarità dei flussi di cassa e alla forte concentrazione geografica dei crediti: quasi il 65 per cento in termini di GBV dei prestiti secured è assistito da una garanzia costituita da immobili localizzati nell'Italia meridionale; secondo le stime di Moody's, i tempi di recupero per i fallimenti gestiti dai tribunali del Sud risultano di tre volte superiori rispetto al Nord. In aggiunta, quasi il 4 per cento (in termini di GBV) del pool di crediti

cartolarizzati è assistito da una garanzia di secondo (o addirittura più basso) livello. Vi è poi la presenza di prestiti garantiti da strutture alberghiere o per il tempo libero, i cui tassi di recupero risultano, storicamente, inferiori rispetto a quelli registrati per altri tipi di immobili.

In definitiva, la banca ha stimato di registrare flussi di cassa net-

ti complessivi per 173,7 milioni di euro, di cui 162,1 milioni per la componente secured e 11,6 milioni per la componente unsecured. Il calcolo del relativo valore attuale netto porta ai 143,85 milioni di euro, ossia il prezzo di vendita dell'intero pacchetto di NPLs.

Come mostrato nella Figura 6, secondo le stime effettuate dalla Banca Popolare di Bari, a fronte di un prezzo di cessione di circa il 20,5 per cento tipico di operazioni bilaterali, il ricorso alla cartolarizzazione assistita da GACS ha consentito di ottenere un prezzo decisamente superiore (pari al 30 per cento del GBV) con un contributo di 6,5 punti percentuali imputabile alla sola cartolarizzazione con rating e un ulteriore contributo di 3 punti percentuali imputabile alla riduzione del costo della tranche senior per effetto della GACS. ■

Esplora **e&m**plus su
www.economiaemangement.it



In sintesi

Il mercato dei non performing loans è il mercato delle operazioni di compravendita dei cosiddetti crediti deteriorati in capo alle banche. Questi crediti sono raggruppati sulla base del rischio di riscossione e **si dividono in tre categorie: sofferenze; inadempienze probabili; past due e crediti sconfinanti.**

Nel dicembre 2015 **il mercato dei crediti deteriorati in Italia valeva 341 miliardi di euro**, con un peso preponderante dei primi cinque gruppi bancari e delle sofferenze. La causa primaria del mancato sviluppo di questo mercato nel nostro paese è da ricercarsi nel considerevole bid-ask gap che caratterizza la domanda e l'offerta dei crediti non performing.

Tra i possibili meccanismi attivabili al fine di attenuare questo differenziale vi è **la Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze (GACS)**. Il caso della Banca Popolare di Bari ScpA illustra la prima e, al momento, unica operazione con l'utilizzo della garanzia statale perfezionata nel nostro paese.