
I Non Performing Loans

di EMANUELE MARIA CARLUCCIO

È noto a tutti come il fenomeno dei Non Performing Loans (d'ora in poi NPLs) abbia vissuto un periodo di preoccupante crescita sino al 2015 e, nonostante la lieve riduzione fatta registrare nel corso del 2016, l'andamento dei crediti deteriorati non sembra destinato a registrare, almeno nel breve periodo, quell'inversione di tendenza necessaria per ridare respiro al sistema bancario nazionale. Del resto, l'andamento del credito deteriorato è fortemente correlato all'andamento economico reale: i periodi di recessione sono stati accompagnati da un costante aumento del livello di NPLs; in modo speculare, a momenti di crescita esigua, per non dire di stagnazione, si è affiancata una sostanziale stabilità dello stock di crediti deteriorati, come avvenuto nel corso del 2016. Ciò si traduce in un forte svantaggio competitivo per il nostro paese, la cui ripresa, ancora incerta, si è manifestata visibilmente in ritardo rispetto alle altre principali economie europee. Se a ciò si aggiunge che le variabili di natura macroeconomica stimate dal Fondo Monetario Internazionale prevedono una modestissima ripresa dell'economia italiana sino al 2020, per provare a ridare fiato alla nostra economia reale si deve affrontare con decisione la cessione dei NPLs da parte delle banche.

La ragione dell'inerzia sinora registrata è sicuramente riconducibile alla difficoltà di matching tra le attese dei compratori e le condizioni richieste dai venditori e la spiegazione del differenziale prezzo/costo non si giustifica banalmente con la ricerca di comprare o vendere alle condizioni di massima convenienza economica ma riflette una natura assai diversa dei vincoli delle due controparti. Mentre la domanda, infatti, è determinata da un'aspettativa di rendimento finanziario, il prezzo di cessione dal lato dell'offerta è pesantemente condizionato dal Net Book Value (NBV), ossia dal valore contabile dei crediti iscritti nei bilanci della banca; una cessione a prezzi inferiori al NBV comporterebbe l'iscrizione a perdita del differenziale tra prezzo di cessione e NBV, erodendo, quindi, il beneficio di liberare risorse ricercato dalla cessione stessa. Considerando che il mercato primario dei crediti deteriorati è, al momento, quasi totalmente riconducibile al mondo delle sofferenze, il NBV medio del 2016 era pari al 42,3% del valore nominale. Nel caso di banche che non dispongono del capitale necessario a sostenere le eventuali perdite che

si andrebbero a generare, quindi, questo NBV del 42.3% del valore nominale rappresenta un vero e proprio vincolo di prezzo.

La presenza di questo rilevante *Bid Ask Gap*, tuttavia, risulta influenzabile da una serie di fattori tecnici (le leve del modello di seguito proposto), capaci di ridurne l'entità. Il modello presentato va nella direzione di quantificare la maggior valorizzazione di un potenziale portafoglio di crediti deteriorati (sofferenze nella fattispecie), tenuto conto degli effetti delle leve su tale divario. Riescono tali leve a colmare il Bid Ask Gap?

Per provare a dare una risposta puntuale al quesito posto, risulta necessario, in primo luogo, definire le caratteristiche distintive del portafoglio di sofferenze oggetto di analisi, dal momento che la composizione del portafoglio stesso ha impatti rilevanti, e assai diversi. Volendo utilizzare la simulazione per rappresentare un portafoglio che risponda alle caratteristiche medie della tipologia di NPLs presenti nei bilanci bancari e tenendo in considerazione che il mercato è attualmente focalizzato sul segmento delle sofferenze, il portafoglio preso in esame è costituito interamente da sofferenze in un mix di *secured* e *unsecured*. Per quanto attiene, poi, al *recovery rate*, esso è stato fissato pari al 42.3%. Accanto al *recovery ratio* risulta importante, poi, determinare il *recovery time*, cioè la distribuzione temporale con cui si prevede di incassare la totalità dei *cash flow* generati dal portafoglio. Si è ipotizzato un arco temporale complessivo di 7 anni, in linea con le indicazioni degli operatori di mercato. La distribuzione dei cash flow, però, non è stata prevista in modo uniforme, in quanto si caratterizza per un picco di incassi negli anni centrali (il terzo ed il quarto, in ognuno dei quali si incassa il 30% del totale delle sofferenze). I primi due anni prevedono dei cash flow pari al 5% e al 15% rispettivamente, mentre i tre anni finali prevedono un afflusso del 10% per il quinto anno e del 5% sia per il sesto, sia per il settimo anno. Il tempo medio d'incasso, pertanto, secondo le percentuali di recupero ipotizzate, risulta pari a 3,6 anni.

Per quanto attiene al tasso di sconto da utilizzare per la valutazione del valore attuale dei flussi via via generati, lo scenario di partenza, *fully equity*, vede il ricorso ad un tasso del 13%. Sul lato dei costi, la simulazione tiene, infine, conto di una *servicing fee* pari al 10% delle somme recuperate, da riconoscersi al momento dell'incasso stesso, e di una *legal fee*, anche questa attribuita pro quota alla percentuale dei flussi in entrata, pari al 7%.

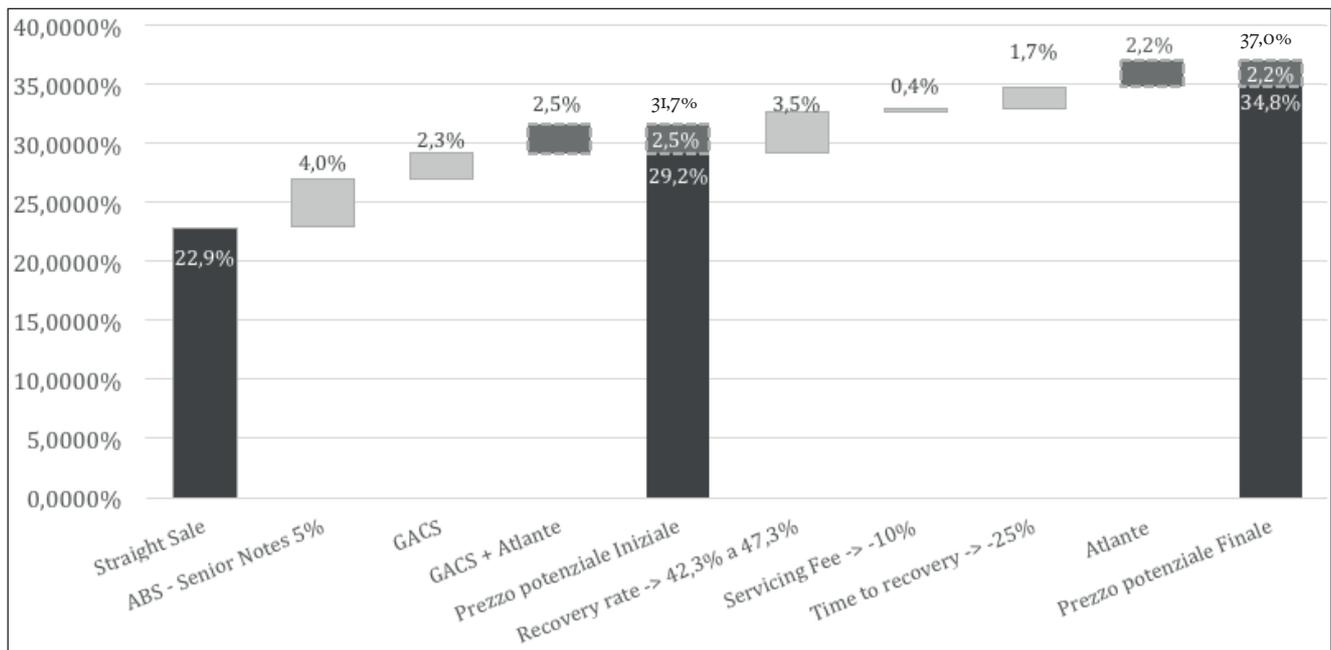
Nel caso in cui venga strutturata un'operazione di cartolarizzazione, il rendimento riconosciuto alle note *senior* è assunto pari al 5%, mentre nel caso in cui si faccia ricorso all'utilizzo delle GACS, il rendimento riconosciuto scende allo 0,5%, a cui si aggiunge però il costo della garanzia statale.

Tabella 1. Le ipotesi di base

Ipotesi	
GBV (€ '000)	10.000
Tempi e tassi di recupero	
Resolution timing (years)	3,6
Recovery rate	42,3%
Commissioni e costi	
Servicing fees	10,0%
Legal fees	7,0%
Rendimenti target	
Senior Notes	5,0%
Senior Notes GACS	0,5%
IRR Target	13%

Tenendo presenti tutte queste ipotesi, l'impatto che le diverse leve operative possono avere sulla riduzione del Bid Ask Gap è rappresentato graficamente nella figura qui di seguito riportata (Figura 1).

Figura 1. Il contributo delle leve azionabili sul prezzo potenziale di un portafoglio di sofferenze (in % del GBV)



Fonte: nostre simulazioni

Lo scenario di partenza considerato è quello di uno *straight sale*, ossia di una cessione dell'intero portafoglio di sofferenze, senza utilizzo di leva finanziaria, ad un investitore con un IRR target del 13%; in questo scenario base, i flussi di cassa scontati, al netto dei relativi costi, portano ad individuare un valore attuale netto pari al 22,9% del *gross book value* (GBV) che dovrebbe essere, appunto, il valore attribuibile all'intero portafoglio da parte di un potenziale investitore.

Per muovere dallo scenario base e arrivare a quantificare il possibile impatto attribuibile alle diverse leve operative, si è deciso di distinguerle in due macro classi: da un lato, infatti, vengono considerate le diverse opzioni a disposizione per la strutturazione di un'operazione finanziaria, alla luce dei rendimenti target dei diversi operatori coinvolti (cartolarizzazione semplice, cartolarizzazione con GACS ed intervento, nell'ambito della cartolarizzazione stessa, di un operatore come Atlante, quale sottoscrittore dei titoli più rischiosi); dall'altro lato, si sono andati a considerare i possibili impatti derivanti dal miglioramento delle condizioni di mercato (dovute sia ad un quadro macroeconomico più favorevole, sia ad una maggiore e migliore base informativa disponibile), dalla maggiore efficienza derivante dalla più elevata competitività attesa tra gli operatori che intervengono nella filiera e, infine, dagli interventi normativi/regolamentari.

Andando ad analizzare nel dettaglio quelli che sono gli impatti in termini di riduzione percentuale del Bid Ask Gap attribuibili a ciascuna leva, è possibile identificare un incremento del rapporto tra i flussi in entrata netti attualizzati e il valore lordo di libro delle sofferenze (VAN/GBV) pari a:

- i. il 4,0% nel caso di un'operazione di cartolarizzazione;
- ii. un ulteriore 2,3% nel caso di utilizzo della GACS;

- iii. un ulteriore 2,5% nel caso della presenza di un investitore con un ritorno atteso sull'investimento in equity pari al solo 6%. Su quest'ultima stima è bene evidenziare come la composizione dello SPV abbia impatti meno rilevanti in ragione di un differenziale di rendimento sulla componente equity e debt decisamente più contenuta (rendimento sull'equity pari al 6% e non più al 13% come in precedenza).

A tali risultati si giunge ipotizzando una composizione dello SPV che varia da un 20% ad un 50% di equity. Pertanto, a fronte del ricorso alla cartolarizzazione con GACS, il prezzo di realistica cessione del portafoglio di sofferenze sale dal 22,9% ipotizzato in caso di *straight sale* al 29,2%; includendo anche l'intervento di investitori con target di rendimento analogo a quello del Fondo Atlante tale prezzo si attesta addirittura al 31,7%. Passando, ora, ad analizzare quelli che potrebbero essere gli impatti della seconda macro classe di interventi ipotizzati in precedenza, si evidenzia come il beneficio maggiore tra questi sia quello derivante da un incremento del *recovery rate*, imputabile sia ad una maggiore efficienza degli operatori di mercato, sia ad un miglioramento del contesto macroeconomico. Inoltre, a tali previsioni si aggiunge la possibilità di migliorare la base informativa a supporto di una più puntuale segmentazione del portafoglio di crediti in sofferenza. In virtù di tutte queste considerazioni, si è ipotizzato un incremento del *recovery rate* pari al 5%. Tale incremento porta ad individuare una riduzione del *Bid Ask Gap* pari al 3,5%; l'aumento del tasso di recupero risulta, pertanto, una delle principali aree di estrazione di valore giustificando gli investimenti degli operatori di mercato dedicati allo sviluppo di banche dati digitalizzate.

Si passano ora ad analizzare gli effetti attesi nel caso di una riduzione delle *servicing fees* (dal 10% medio attualmente riscontrabile sul mercato al 9% ipotizzato). Negli ultimi anni, si è assistito, infatti, ad una fase di consolidamento all'interno del settore del *servicing* in quanto nel mondo del *credit management* le masse gestite sono fondamentali per raggiungere economie sia di scala, sia di esperienza. Riducendo, quindi, le *servicing fees* del 10%, il portafoglio fa registrare un aumento del suo valore potenziale dello 0,4%.

L'ultima analisi effettuata quantifica l'effetto che una riduzione nei tempi di recupero, attesa a seguito dei recenti interventi normativo-regolamentari, potrebbe avere in termini di incremento del rapporto VAN/GBV visto che il legislatore italiano è intervenuto al fine di allineare la situazione italiana a quella delle best practices europee. La maggiore criticità è relativa ai tempi con i quali si manifesteranno concretamente i benefici attesi, dal momento che alcune delle novità introdotte non potranno avere impatti significativi sulle sofferenze in essere caratterizzate da un maggior vintage. Quantificare, quindi, la riduzione di tempo che tali normative producono sul recupero delle sofferenze rimane un tema delicato; Banca d'Italia, a tale proposito, stima che la durata dei fallimenti e delle procedure di aste immobiliari possa, nel suo complesso, ridursi di circa il 33%.

In considerazione del fatto che il portafoglio oggetto della simulazione è composto da un mix *secured-unsecured* e, in quanto tale, non interamente garantito da immobili soggetti a procedure di esecuzione immobiliare, si è ipotizzata una riduzione del tempo medio di recupero pari al 25%, prevedendo una distribuzione dei flussi di recupero non più su un arco temporale di sette anni bensì di cinque. Il beneficio netto secondo questa ultima simulazione risulta essere pari all'1,7% confermando, quindi, la variabile tempi di recupero come centrale all'interno del processo di riduzione del Bid Ask gap.

Ripercorrendo tutti i contributi apportati dalle singole leve prese in esame, si giunge a definire un prezzo potenziale di cessione pari al 34,8% del GBV, in crescita di 11,9 punti percentuali rispetto alla valorizzazione iniziale. Considerando poi l'eventualità che, anche in questo caso, l'investitore per i titoli *junior* sia costituito da un operatore come il Fondo

Atlante, si giungerebbe ad un rapporto VAN/GBV pari al 37,0% con un beneficio netto di 14,1 punti percentuali.

In conclusione, sulla base del modello di simulazione proposto, il Bid Ask Gap risulta almeno parzialmente colmabile. Infatti, a fronte di un differenziale tra domanda e offerta che il mercato oggi quantifica in un intorno di 20 punti percentuali, il ricorso a tutte le leve utilizzabili potrebbe far registrare un incremento del prezzo di vendita pari a 11,9 punti percentuali (che passano a 14,1 punti percentuali con l'eventuale intervento di Atlante o di un operatore simile).