



Dipartimento: Impresa e Management

Cattedra: Strategia d'Impresa

***IL DISINVESTIMENTO NEL SETTORE DEL
CREDITO: NPL E LA NUOVA SFIDA DELLE
BANCHE ITALIANE.***

RELATORE

Prof. Peruffo Enzo

CANDIDATO

Giulia Contestabile

Matr. 659341

CORRELATORE

Prof. Fontana Franco

ANNO ACCADEMICO

2014/2015

INDICE

 Introduzione	3
---	---

Capitolo 1

Background

1.1.	Sistema italiano bancocentrico	7
1.1.1.	Banche Vs Famiglie ed Imprese	11
1.2.	Credit crunch	14
1.3.	Basilea III	19
1.4.	Unione bancaria e vigilanza unica	25
1.4.1.	Meccanismo Unico di Vigilanza	26
1.4.2.	Asset Quality Review	30
1.4.3.	Definizione NPE dell'EBA Vs Normativa italiana	31
1.4.4.	Risultati AQR	34
1.4.5.	Reazione dei mercati	35

Capitolo 2

Disinvestire in Teoria

2.1	Il disinvestimento	38
2.1.1.	Perché disinvestire	41
2.1.2.	Vincoli	45
2.1.3.	Risultati e modalità	47
2.2.	Disinvestire nel settore del Credito	50
2.2.1.	Cosa Disinvestire: NPL	52
2.2.2.	Costo del capitale per detenere NPL	58
2.3.	La nuova sfida delle banche italiane	60
2.4.	Motivazioni al disinvestimento	65
2.5.	Disincentivi a disinvestire in Italia	67

Capitolo 3

Disinvestire in Pratica: le Strategie

3.1.	Disposal strategy	71
3.2.	Loan Portfolio sales	76
3.2.1.	Lato Buyer	77
3.2.2.	Lato Seller	84
3.3.	Bad Bank	92
3.3.1.	Strutturazione interna	96

Capitolo 4

Italian NPL market

4.1.	Panorama del mercato Npl in Italia	100
4.2.	L'Italia, L'Europa, il Mondo	105
4.3.	Operatività degli Istituti Italiani	109
4.3.1.	Ieri	112
4.3.2.	Oggi	116
-	Bad Bank Privata	120
4.3.3.	Domani	123

Capitolo 5

Le Banche ed il Mercato

5.1.	Redditività e principali indicatori	126
5.2.	Valutazioni delle banche	129
5.3.	Value Creation	134
5.4.	Il mercato Premia?	137



Conclusione

144

INTRODUZIONE

Crediti deteriorati, Non Performing Loans, Bad Bank, sono concetti che stanno diventando sempre più comuni, a dimostrazione di come il tema sia cruciale per una ripresa del sistema creditizio e, indirettamente, dell'economia reale in generale.

I bilanci delle banche sono lo specchio di quello che la più grande crisi finanziaria globale, dopo quella del 1929, ha portato con sé (non a caso si parla di *Grande Recessione*, rispetto alla *Grande Depressione* che si è abbattuta nel '29). Più precisamente è l'andamento, oggi, dei crediti deteriorati (i cosiddetti NPL's) a raccontarci quali sono stati i danni subiti dal sistema creditizio a seguito della turbolenza che ha colpito i mercati finanziari internazionali dal momento in cui la crisi è scoppiata. Una crisi, come ormai è ben noto a tutti, che è nata sui mercati dei capitali e che si è trasmessa in poco tempo all'economia reale. Frutto di un lungo processo di deregolamentazione dei sistemi finanziari, conseguenza a sua volta di una cultura *neoliberista* che ha caratterizzato gli anni '70 fino alla recente crisi.

Non rientra negli obiettivi del presente elaborato quello di analizzare la crisi con le sue determinanti, ma non si può non considerare come i suoi effetti si fanno ancora sentire sui bilanci delle banche, principalmente quelle italiane, incidendo sulla qualità del credito. Pertanto le priorità strategiche degli intermediari cambiano, e sono sempre più orientate al *de-risking* ed al *de-leveraging* dell'attivo.

Va ricordato che il sistema bancario italiano è stato quello che meglio ha retto alla crisi finanziaria 2007-2008, vista la sua scarsa esposizione al mercato dei capitali e quindi alle partite strutturate complesse. I bilanci ci confermano questa dinamica: rispetto al mondo Anglosassone, i crediti verso la clientela (che sia retail, corporate o institutions) hanno un peso rilevante sugli assets bancari, mentre un gioco minore lo ricoprono gli investimenti in titoli e derivati. Questa

prevalenza degli impieghi creditizi rispetto agli strumenti finanziari ha ridotto al minimo il ricorso agli aiuti di Stato, al contrario di quanto è avvenuto nel resto d'Europa e negli USA. Nonostante ciò il sistema del credito italiano ne è comunque uscito indebolito per effetto della trasmissione della crisi all'economia reale: che si è tradotto nel forte calo della redditività e nel deterioramento del portafoglio crediti.

Nel 2014 sono stati 320 mld i crediti deteriorati (un quinto del PIL italiano), 180 mld le sofferenze (senza considerare il fatto che alcuni debitori non sono ancora tecnicamente insolventi, ma potrebbero diventarlo presto); ROE salito appena all'1% sempre nell'anno appena concluso, rispetto al triennio precedente in cui si attestava a valori negativi¹. Il 2015 sarà ancora un anno difficile per il settore bancario italiano: uno studio di Standard & Poor's² spiega come il flusso di sofferenze creditizie tendono ad aumentare (si stimano 390 mld nel 2016) senza un'apparente inversione di tendenza. Sono questi i dati che spingono inevitabilmente gli istituti di credito italiani a ragionare sui propri conti. Questa montagna di crediti malati drenano risorse, erodono i profitti e distruggono valore. In un contesto di bassi tassi d'interesse è sempre più difficile contare sulla voce ricavi (margine d'intermediazione in particolar modo) ed ulteriori *cost cutting* sono difficili da realizzare, dunque un miglioramento della qualità dell'attivo (*asset quality*) e con sé la riduzione del costo del rischio, diventa l'unico driver per recuperare la redditività persa in questi cinque anni. Il tutto sotto la spinta del nuovo sistema di vigilanza che incentiva questo processo di pulizia dei bilanci tramite il *sell-off* dei propri assets non core. Tramite questa strategia di disinvestimento, la Banca potrà finalmente tornare ad avere a

¹ Alfieri M, *Bad Bank 330 miliardi di crediti bancari a rischio. Ecco perché il governo pensa di intervenire*, L'Huffington Post, Febbraio 2015; http://www.huffingtonpost.it/2015/02/14/bad-bank-lobby_n_6683304.html

² <http://www.ilfattoquotidiano.it/2015/03/10/banche-italiane-sp-nel-2015-utili-bassi-50-livelli-pre-crisi/1493165/>, tratto dal Fatto Quotidiano, 10 marzo, 2015

diposizione risorse sufficienti per concedere credito a famiglie, *corporates ed institutions*.

Bisogna ricordare, che non si tratta di una semplice dismissione di un investimento andato male, bensì di una vera e propria strategia assunta a livello corporate, che richiede la massima attenzione per evitare che ne risentano troppo i bilanci e la valutazione delle banche stesse. A rendere il tutto più complesso è la natura stessa dell'attività economica bancaria. Al contrario delle altre, infatti, una sua ristrutturazione non può avvenire soltanto con l'eliminazione di linee di prodotto o impianti obsoleti, ma deve essere in linea e compatibile con la stabilità complessiva del sistema finanziario³. Quali sono allora le strategie per un miglior disinvestimento di questi assets? E come stanno approcciando il problema le banche italiane?

Obiettivo di questo elaborato è fornire dati e indicazioni per comprendere il trend in atto e come sia giunto il momento per le banche italiane di attuare una giusta politica di disinvestimento di attività non strategiche, sempre rimandata negli ultimi anni. Ci sono tutte le condizioni per iniziare a farlo: dalle nuove regole di vigilanza, al *risk appetite*⁴ di grandi investitori esteri; dalla necessità di snellire i propri bilanci alla ricerca di nuove opportunità di investimento per i capitali esteri. Perché se da un lato, NPL's è sinonimo di problema per chi di mestiere eroga credito all'economia, dall'altro è sinonimo di business per chi è in costante ricerca di rendimento (ed il nostro Paese può, per almeno i prossimi cinque anni, offrirne).

Nel corso dell'elaborato ci soffermeremo, prima di tutto, nell'analisi del contesto paese, in modo tale da poter comprendere correttamente il background economico che è alla base del problema in questione. Successivamente

³ Cesarini F., Gobbi G., *Le banche e l'economia italiana*, Milano, 2013

⁴ Con Risk Appetite, si intende la propensione al rischio, o meglio "*la quantità ed il tipo di rischio che l'organizzazione decide di perseguire, mantenere o adottare*";
http://risk.istat.it/index.php?id=27#irfaq_8_4b1f3

passeremo alla descrizione della strategia di disinvestimento, evidenziando come spesso viene erroneamente trascurata e ritardata perché considerata un fallimento dai vertici aziendali. Applicheremo questo concetto al settore del credito, spiegandone le tre strategie adottabili per la dismissione degli NPL's. Nel capitolo successivo il protagonista sarà *l'italian NPLmrket* (ancora inespresso!) con l'analisi dei principali player italiani nell'affrontare la materia. Da ultimo, verranno esposti i risultati e gli obiettivi che questa strategia di disinvestimento vuole ottenere.

Capitolo 1

BACKGROUND

Le Banche sono il filo conduttore che unisce il mondo della finanza con quello dell'economia reale. A fronte della loro natura, qualunque trasformazione sostanziale del loro business deve avvenire nel rispetto e compatibilmente con il sistema creditizio in generale. È per questo che viene data molta attenzione, anche mediatica, al tema della grande mole di *crediti inesigibili* presente ormai da qualche anno negli attivi degli istituti di credito nazionali e non solo. Ma, mentre negli altri Paesi ci si è mossi in tempo per affrontare la questione, i banchieri italiani hanno cercato di tirare la corda finché hanno potuto.

Prima di andare ad analizzare quali sono le strategie adottate per disinvestire gli attivi non strategici, e perché è importante farlo, bisogna discutere del contesto in cui tutto questo accade. Il background economico, se da un lato spiega la gravità del problema, dall'altro ne rappresenta l'incentivo ad avviare un'ondata di *divestitures* di *assets non core*, da far partire un mercato degli NPL's in Italia che la riguarderà almeno per i prossimi cinque anni.

1.1. Panoramica del mondo bancario in Italia: un sistema banco-centrico.

L'Italia, insieme alla Germania, è storicamente un Paese fortemente Banco-centrico. Nel 2009 il totale degli impieghi creditizi rappresentavano il 64% degli attivi delle banche⁵. A Fine 2013, lo stesso indicatore si attestava intorno al 62% : un leggero calo spiegato soltanto da una riduzione dei crediti verso la clientela del 7% rispetto all'anno precedente, in risposta alle prime politiche di *deleveraging* messe in atto dai gruppi di maggiore dimensione. I crediti alla clientela, come mostra uno studio di KPMG che

⁵ *Le banche italiane e la sfida dell'economia reale: la qualità del credito*, Discussion Paper, Ufficio Studi KPMG Advisory, 2009

considera 23 gruppi bancari rappresentativi del 73% del totale attivi delle banche italiane, si attestano a 1.541 miliardi di euro su un totale di attivo di euro 2.500 miliardi.⁶

Lo stesso dicasi del lato Passivo dello stato patrimoniale, dove a farla da padrone è la raccolta diretta (debiti verso la clientela ovvero depositi, e titoli in circolazione), che quota al 63% del passivo. Prevale dunque un modello di banca commerciale rispetto a quella d'affari.

Questi dati sono una caratteristica strutturale che ha accompagnato l'economia italiana sin dall'Unità d'Italia, ed ha attraversato diversi modelli organizzativi e di vigilanza. Vista l'elevata presenza di piccole-medie imprese nel nostro tessuto economico, le banche hanno assunto un ruolo centrale nel sistema produttivo italiano. Le PMI sono ancora "culturalmente" lontane dai mercati finanziari, come fonte alternativa di finanziamento rispetto al credito bancario: pesa la dimensione aziendale, la notorietà sul mercato dei capitali e ragioni legate al rating (molte non raggiungono l'*investment grade*). Fenomeno conseguentemente diffuso è la preferenza delle imprese di minori dimensioni ad operare con le piccole banche; data la natura di piccola impresa, infatti, molte delle informazioni necessarie ad una loro valutazione del merito di credito non sono standardizzate e pertanto, solo le banche più piccole hanno il vantaggio di reperire materiale utile riguardo società che operano nel loro stesso territorio.

L'industria bancaria Italiana è, inoltre per struttura, la meno concentrata in Europa insieme alla Germania.⁷ All'inizio del 2013 erano registrate all'albo degli enti creditizi presso la Banca D'Italia, ben 706 istituti bancari, così costituiti:

- 169 sono parte di 75 gruppi creditizi;
- 78 sono succursali estere;
- 459 sono banche indipendenti (di queste 394 sono banche di credito cooperativo) .

⁶ *Bilanci dei gruppi bancari italiani: trend e prospettive*, Esercizio 2013, Ufficio Studi KPMG Advisory

⁷ *Le banche e l'economia italiana*, Cesarini Francesco, Gobbi Giorgio, il Mulino, edizione il sole 24 ore, 2013

Guardando alle quote di mercato:

- circa il 50% delle attività fa capo ai cinque gruppi bancari più grandi del Paese (Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Unione di Banche Italiane);
- circa il 25% appartiene ad altri 15 gruppi e a banche di “grandi” e “medie” dimensioni;
- poco superiore all’11% è la quota raggiunta congiuntamente dalle BCC;
- circa l’8% è invece detenuto da filiali estere che operano in Italia, ma con un ragione sociale adottata nel paese di provenienza.

La forte dipendenza dal credito bancario ed il modesto peso dei mercati come fonte di finanziamento, dipende molto da:

- fattori storici legati al processo di industrializzazione (dimensione del mercato, imprese familiari);
- fattori giuridici e regolamentari, in funzione dei vincoli posti dallo Stato all’attività sia dei mercati, sia degli intermediari;
- fattori culturali (gli imprenditori sono sostanzialmente restii a rinunciare al controllo totale sulla propria azienda che un’eventuale quotazione potrebbe determinare).

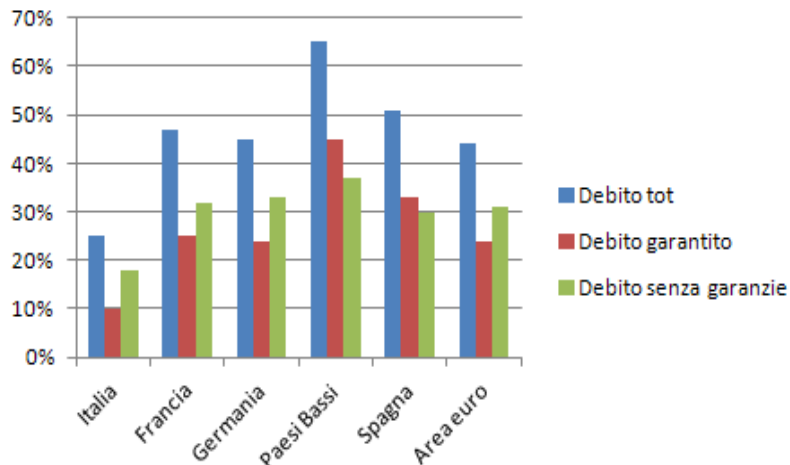
Per tutti questi aspetti il sistema finanziario italiano è da sempre *bank-based*, rispetto a sistemi *market-based* che sono tipici dei paesi Anglosassoni: Stati Uniti d’America e Inghilterra. I sostenitori del primo modello (Diamond, 1984; Allen and Gale, 1999), enfatizzano il ruolo chiave dell’intermediario nel raccogliere informazioni sui clienti, nel muovere capitali sfruttando economie di scala; nello stesso tempo sottolineano i difetti dell’altro sistema: i mercati eccessivamente sviluppati riducono gli incentivi per gli investitori ad acquisire informazioni (Stiglitz, 1985); se eccessivamente liquidi rischiano di creare una visione miope agli investitori, i quali, potendo vendere le loro azioni in qualsiasi momento sul mercato, non sono incentivati ad esercitare un controllo rigoroso e continuo sull’impresa (Bhide, 1993); le banche, inoltre se viste come un insieme coordinato di investitori, sono molto più efficienti di mercati indipendenti nel ridurre un

possibile comportamento di *moral hazard* (Boot e Takor; 1997); da ultimo questi intermediari hanno maggior potere contrattuale sulle imprese, tale da poter richiedere con forza il pagamento dei debiti (Gerschenkron, 1962; Rajan e Zingales; 1998), elemento da non sottovalutare in particolar modo in quei paesi con sistemi legali poco sviluppati. Al contrario, chi si mostra a favore del modello Anglosassone riconosce il ruolo che i mercati hanno nella gestione del rischio, nel garantire una migliore contendibilità delle imprese (non a caso le società americano sono quotate con multipli di mercato maggiori di quelli dell'Europa continentale, dove è predominante il modello di impresa familiare), nel trasmettere informazioni sui prezzi dei titoli. Sin dal 19^o secolo, diversi economisti hanno cercato di trovare una risposta a quale dei due modelli sia più consono a garantire un'adeguata crescita economica; ma nessuna risposta univoca è stata trovata. Bensì i risultati emersi dimostrano i vantaggi ottenibili dall'uso comparato di entrambi: mentre le Banche sono più adatte e capaci di rilevare informazioni sulle imprese clienti, i Mercati garantiscono una migliore diversificazione e trasferimento dei rischi. Ai due schemi corrispondono, rispettivamente, due famiglie di attività bancarie, rispettivamente: commerciale e d'investimento. La prima, maggiormente diffusa nell'Europa Continentale, opera come banca tradizionale: trasferisce risorse da unità in surplus (famiglie generalmente) a quelle in deficit (imprese) attraverso il bilancio della banca stessa ovvero trasformando la raccolta diretta in impieghi essenzialmente creditizi. Negli USA e in UK è la seconda, la struttura di banca d'investimento a prevalere, vista la grande operatività dei mercati dei capitali: in questo caso, le unità in deficit raccolgono direttamente i fondi di cui necessitano emettendo titoli sul mercato, aiutate nel collocamento dalle *investment banks*. Questa distinzione, seppur necessaria, con il tempo sembra perdere la sua ragion d'essere. L'ingegnerizzazione finanziaria, le *cartolarizzazioni* in particolare, hanno reso più labile il confine tra le due entità, in quanto ha avvicinato la categoria dei prestiti a quella dei titoli, trasformando attività immobilizzate come i primi in qualcosa di liquido come i secondi.

1.1.1 Banche Vs Famiglie ed Imprese

In tutte le economie in cui gli intermediari hanno una posizione dominante rispetto ai mercati, le famiglie tendono a preferire le Banche nelle loro scelte di investimento⁸. Queste offrono loro diversi servizi, tra questi la categoria più rilevante è data dai Finanziamenti. Si indebitano per l'acquisto di un'abitazione, oppure per beni di consumo durevoli. Nonostante ciò, le famiglie italiane sono quelle meno indebitate nel confronto Europeo (non a caso saranno proprio i pacchetti di NPL's rappresentativi del credito al consumo ad essere più facilmente vendibili nel mercato). È prima di tutto un fatto culturale: le famiglie italiane sono maggiormente restie al ricorso al debito e tendono a non superare mai il loro vincolo di bilancio, dato dal Reddito disponibile⁹. Quest'ultimo è ciò che rimane dopo aver pagato le imposte ed è un ottimo benchmark su cui rapportare la quota di debito sopportabile, perché da questo stock di denaro si attingeranno le risorse per il servizio del debito. Inoltre il debito si concentra principalmente nei nuclei familiari con più alto reddito perché maggiormente idonei a sopportarne gli oneri.

Figura 1 Indebitamento famiglie area euro 2012



Fonte: dai tratti dalla
BCE, 2013

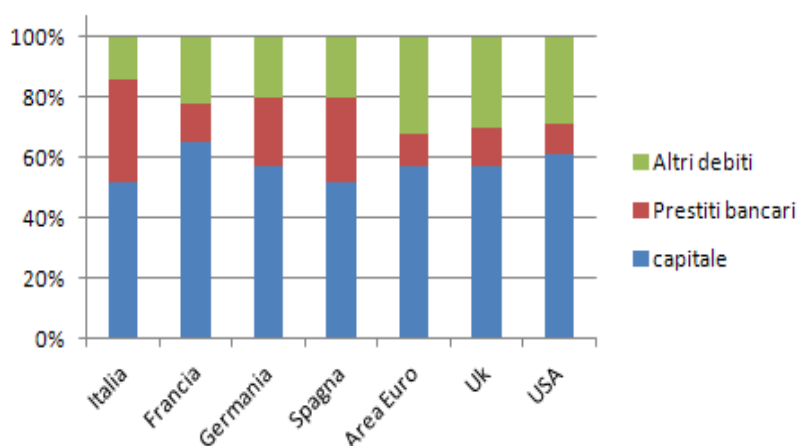
⁸ Levine R., *bank-based or market-based Financial Systems: Which is better?*, Journal of Financial Intermediation 11, pag. 398-482, 2002.

⁹ Cesarini F., Gobbi G., *le banche e l'economia italiana*, cap. 2: *L'industria bancaria italiana: dimensioni e struttura*, Milano 2013.

La figura 1 mostra come nel 2012, soltanto una famiglia su quattro era indebitata nell'area euro; rapporto che scende a uno su dieci se si guarda ai soli debiti garantiti, ovvero i mutui per le abitazioni.

Per quanto riguarda il segmento corporate, la forte dipendenza dal credito bancario, rappresenta un elemento di vulnerabilità per le imprese italiane. Questa eccessiva esposizione si riflette in una debolezza dei bilanci bancari.

Figura 2 Composizione passività finanziarie delle imprese

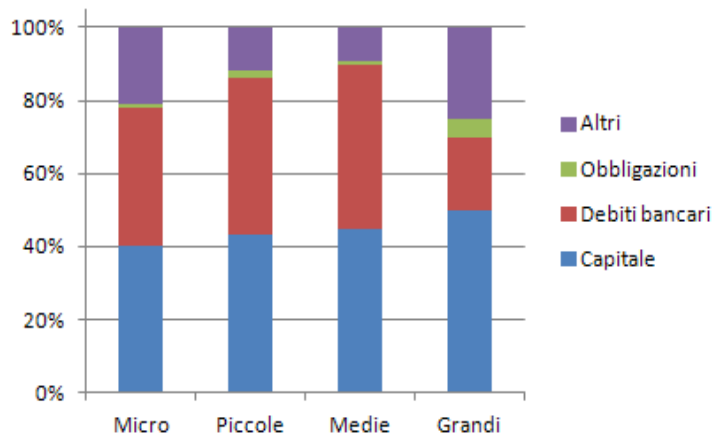


Fonte: Mulino, 2013

Guardando alla composizione delle passività finanziarie delle imprese nelle principali realtà del mondo (Figura 2), quelle italiane sono quelle che hanno una dotazione di mezzi propri più bassa e la quota di debiti bancari più alta. Il Governatore della Banca D'Italia, Ignazio Visco, ha ricordato come le aziende italiane operano con un *leverage* del 44% ed il credito bancario rappresenta il 64% del totale dei debiti¹⁰. Sarebbe necessario dunque un segnale di fiducia da parte degli imprenditori nel potenziale delle loro aziende, aumentando l'apporto di capitale proprio e riequilibrandone il rapporto di leva. Va comunque detto, che lo stretto legame tra Banca e impresa è anche fortemente dipendente dall'aspetto dimensionale di quest'ultima.

¹⁰ Banca d'Italia, *le recenti analisi dei prestiti deteriorati condotta dalla Banca d'Italia: principali caratteristiche e risultati*, 2013.

Figura 3 Composizione passività finanziarie delle imprese italiane per dimensione



Fonte:Elaborazione su dati
Cerved, 2013

In primis, il tessuto di micro e piccole imprese che caratterizzano la realtà italiana, spiega il poco ricorso ai mercati (figura 3): gli standard di trasparenza richiesti comportano costi eccessivi e, come è stato detto precedentemente, la volontà di mantenere il controllo sulla società disincentiva al ricorso del mercato. Man mano che si passa dalle micro alle grandi imprese la quota di capitale proprio aumenta e allo stesso tempo diminuisce il finanziamento bancario (potendo loro più facilmente ricorrere ad altre forme tecniche come le obbligazioni, *corporate bond*). Piccola eccezione la fanno le microimprese in cui emergono una quota significativa di finanziamenti soci (inclusi nella voce *altri*).

L'eccessivo ricorso al debito ha compresso la redditività delle imprese, che si sono mostrate più vulnerabili nelle due recessioni (prima finanziaria, e poi dei debiti sovrani) avvenute dal 2008, indebolendo allo stesso modo i bilanci delle banche e la loro capacità di concedere credito all'economia¹¹. Uno studio dell'Ottobre 2014 della Banca d'Italia, afferma come " un aumento di dieci punti del *leverage* iniziale, accresca la probabilità di entrare in sofferenza di quasi un punto percentuale, mentre il calo delle vendite impatta di quasi quattro volte sulla probabilità di entrare in sofferenza per le aziende che si trovano nel quartile con maggior leva rispetto a quelle con minor leverage"¹².

¹¹ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n°6, 2013.

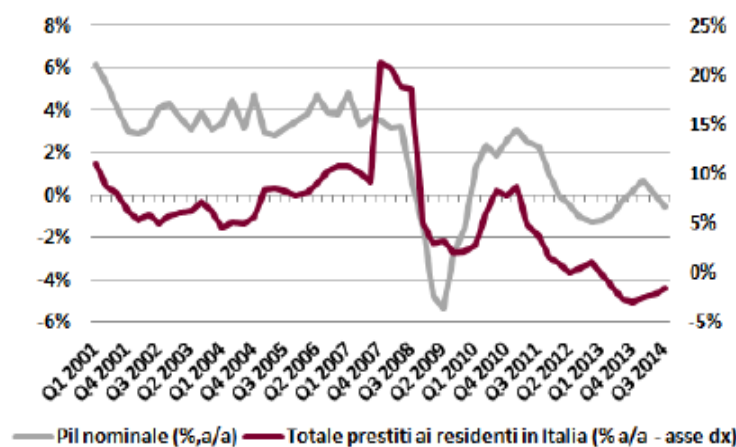
¹² *Grado di indebitamento e solvibilità delle imprese: un'analisi sulla qualità dei prestiti bancari*, Occasional Papers N. 244, Ottobre 2014.

Ad aggravare il tutto è stata la sottocapitalizzazione delle Banche stesse in rapporto ai rischi assunti nel loro attivo patrimoniale ed alla scarsa affermazione di strumenti finanziari di trasferimento dei rischi (cartolarizzazioni) rispetto ad altri paesi. Il sistema creditizio italiano è rimasto ancorato al modello tradizionale di banca: *Originate to Hold*; ovvero la maggior parte dei prestiti e dei rischi ad essi connessi sono rimasti nei bilanci delle banche che li hanno erogati.

1.2. Credit Crunch

Le banche sono da sempre considerate il motore della crescita economica, in funzione del loro ruolo di finanziatori del consumo e degli investimenti. Con la crisi finanziaria prima, e con quella dei debiti sovrani, poi, l'offerta di credito ha subito una riduzione (*credit crunch*) alimentando il circolo vizioso della crisi. Il grafico che segue (Figura 4) mostra come l'andamento del credito sia inevitabilmente correlato con il ciclo economico e come un rapporto così stretto tra banca e industria esponga maggiormente a questa prociclicità.

Figura 4 Credito e ciclo economico



Fonte: elaborazione

BMPS su dati Banca d'Italia

La crisi del 2007-2008, iniziata sui mercati dei capitali è stata essenzialmente una vera e propria crisi di liquidità. A partire dal 2003 le banche americane iniziarono ad estendere la concessione di prestiti, favoriti da: un andamento del mercato immobiliare in continua

salita; bassi tassi d'interesse applicati dalla FED; un incremento del sistema delle cartolarizzazioni e soprattutto un'assenza di regole sull'utilizzo della leva finanziaria. In un tale contesto economico-finanziario gli istituti di credito americani erano particolarmente incentivati a concedere finanziamenti anche a chi non ne avesse i requisiti¹³, ma allo stesso tempo gli stessi potenziali destinatari dei prestiti erano spronati a chiederli, dati i bassi tassi d'interesse (costo del denaro). Con le turbolenze seguite alla diffusione dei *mutui subprime* (mutui concessi a soggetti con alta probabilità di default), è venuta meno la "fiducia" tra intermediari. Le transazioni sull'interbancario¹⁴ e più in generale nel mercato all'ingrosso si sono ridotte, mettendo in difficoltà quelle banche che più di altre facevano affidamento su questo tipo di provvista, che hanno dovuto così ridurre gli impieghi. Il dissesto, poi, di intermediari di grandi dimensioni ha ulteriormente aumentato la diffidenza, così che le banche, invece di prestarsi denaro tra di loro hanno preferito depositare la liquidità in eccesso presso le banche centrali. Inizialmente la contrazione del credito fu contenuta per due ordini di motivi: da un lato si ridusse anche la **domanda** di credito (da parte di imprese e famiglie) per effetto del clima di sfiducia, di incertezza economica e di inizio calo dell'attività produttive; dall'altro lato la maggior parte delle banche avevano depositi da clientela sufficienti a compensare una riduzione dei prestiti all'ingrosso.

La seconda crisi, quella dei debiti sovrani 2009-2010, ha avuto effetti più gravi sul credito. Le banche investono una buona porzione dei propri assets in titoli di stato, in quanto sono una buona fonte di liquidità. Questi possono essere sia scambiati sui mercati secondari, sia possono essere usati come garanzia per i prestiti concessi dalla Banca Centrale Europea e per quelli raccolti sul mercato all'ingrosso. Con il calo dei prezzi dei titoli di stato, si sono ridotte le provviste di liquidità, in quanto il valore delle garanzie cedibili per ottenere finanziamenti è diminuito; la redditività della banca stessa si è ridotta ed in ultimo è aumentata la sua rischiosità. La capacità infatti dell'istituto di raccogliere fondi sul mercato è funzione anche del rating ad esso assegnato da agenzie

¹³ Si pensi che vennero concessi mutui cosiddetti NINJA, ovvero "NO income, NO job, NO assets"; http://www.lincei.it/files/documenti/Bianchi_20110420.pdf

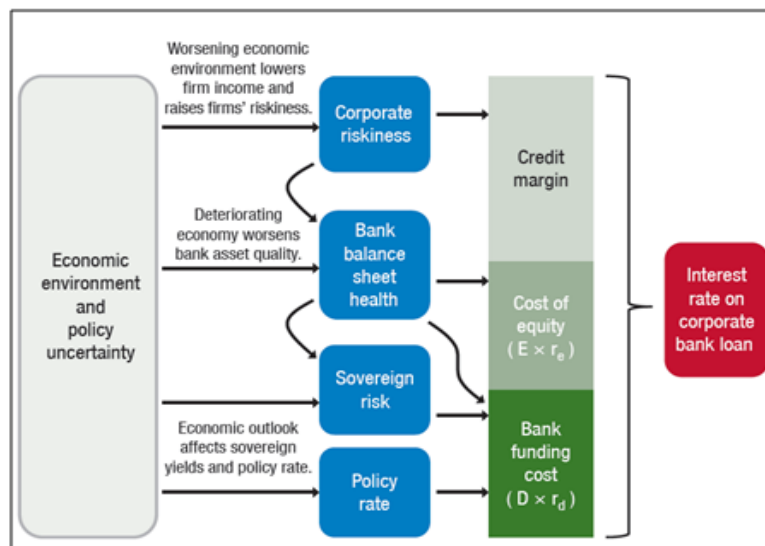
¹⁴ "Il mercato interbancario è quello su cui le banche si prestano denaro tra di loro. I prestiti su questo mercato avvengono su diverse scadenze: *overnight* (rimborso il giorno successivo), a due giorni, a una settimana, ad un mese e più. A seconda della scadenza viene applicato un tasso diverso: *Overnight*, *Euribor*..."; Definizione tratta da: Argomenti del Sole 24ore.

specializzate, che tengono conto nella valutazione ovviamente anche del rating del paese di appartenenza.

La seconda metà del 2011 fu particolarmente problematica per il settore bancario: il *costo del funding* (il tasso al quale si finanziano le banche) era aumentato enormemente; le banche avevano difficoltà a reperire fondi sul mercato e la BCE fu costretta ad annunciare misure straordinarie per attenuare l'effetto negativo di riduzione dell'offerta di credito. Nel Dicembre 2011 e nel Febbraio 2012 venne introdotta liquidità a basso costo pari a 1 trilione di euro (Long Term Refinancing Operation), di cui le banche italiane hanno ottenuto euro 250 milioni.

La politica monetaria della Banca centrale ha portato il tasso di riferimento (tasso privo di rischio) allo 0,05%, con l'unico obiettivo di stimolare la ripresa del mercato dei prestiti. In che modo questo tasso è legato a quello dei prestiti? Prima di tutto è il punto di partenza per la definizione del costo del funding: al tasso della Bce viene applicato uno spread in funzione della rischiosità percepita dell'intermediario, generalmente collegata al rischio paese. Quanto costa alle banche finanziarsi sui mercati fa da base per il tasso d'interesse finale.

Figura 5 Composizione tasso d'interesse bancario



Fonte: GSFR, Oct 2013

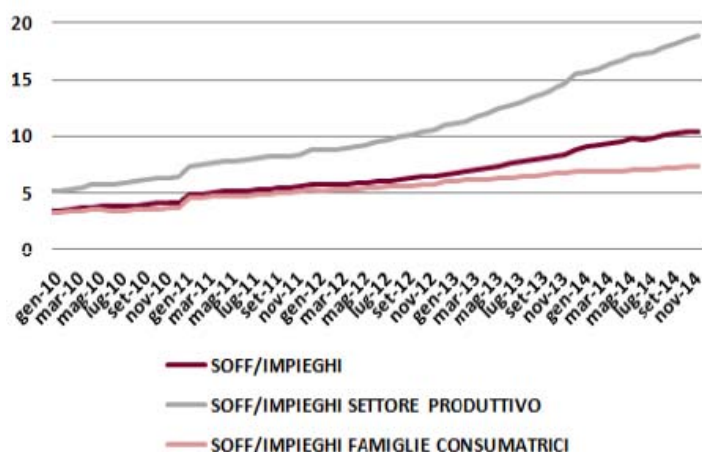
Il tasso d'interesse applicato ai prestiti infatti non è altro che la somma di tre componenti:

- Il costo del *funding*, ovvero quanto costa alle banche finanziarsi sui mercati. Questo dipende da un lato dal tasso di riferimento, cioè quello applicato dalla Banca Centrale Europea e dall'altro anche dal rischio sovrano. Maggiore sarà la rischiosità percepita di un determinato Paese, maggiore sarà l'incertezza nei confronti della banca risiedente in quello stesso Stato e pertanto gli verrà applicato uno spread più alto per potersi finanziare;
- Il costo dell'*equity*, ossia il costo del capitale di rischio. È in funzione della qualità dell'attivo di bilancio. Come si vedrà nel paragrafo che segue, la nuova normativa di vigilanza emanata dal Comitato di Basilea richiede un patrimonio di vigilanza a copertura dell'attivo ponderato per il rischio almeno pari all'8%;
- Il margine, ossia lo spread applicato al cliente che determina il guadagno della banca sulla specifica operazione.

Da quanto detto ne emerge che per far ripartire il credito ed indirettamente aumentarne la sua redditività, non è sufficiente toccare il funding, ma bisogna lavorare sul **Ke** (*costo dell'equity*). Il problema è nella qualità dell'attivo delle banche. Il deterioramento del portafoglio crediti richiede un maggiore accantonamento di capitale, come previsto dalla normativa di Basilea e che vedremo nel prossimo paragrafo. Maggiori accantonamenti sono sinonimo di maggiore costo del capitale e riduzione della redditività.

La crisi ha colpito le banche, anche attraverso il calo dell'attività produttiva per le imprese. Questo ha significato non solo una riduzione della domanda di credito e quindi del fatturato per la banca, ma un incremento notevole, che ancora oggi continua, dei **crediti deteriorati**. Il livello delle sofferenze lorde rapportate al totale degli impieghi al settore produttivo è triplicato dalla fine del 2010 ad oggi, come mostra il grafico che segue (Figura 6).

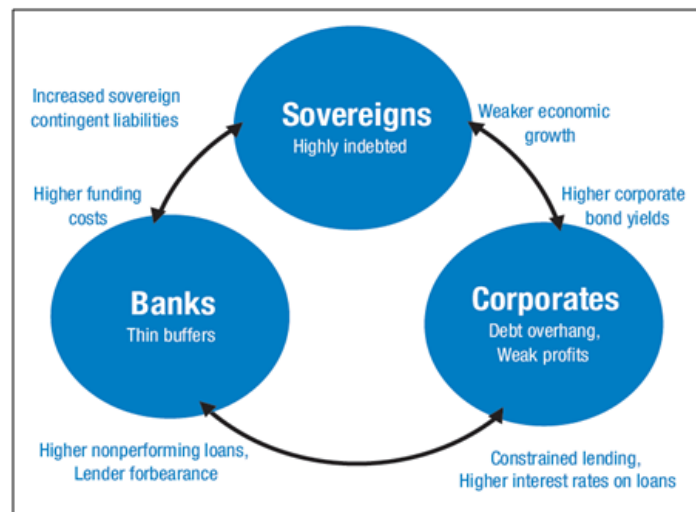
Figura 6 Evoluzione sofferenze



Fonte:Elaborazione BMPS su
dati banca D'Italia

Non si è fatto altro che alimentare un circolo vizioso: le due recessioni hanno portato crisi di liquidità per le banche e riduzioni dei fatturati per le imprese; le prime hanno reagito con una riduzione degli impieghi e tramite un aumento dei tassi sui prestiti e questo non ha fatto altro che peggiorare la situazione dei debitori, sempre più in difficoltà nel far fronte al servizio del debito. È seguito un peggioramento del portafoglio crediti delle banche (sono aumentate l'esposizioni non performing, ovvero quelle per cui è incerta la riscossione sia in termini di rispetto delle scadenze, sia dell'ammontare dell'esposizione), che ancora di più incentiva queste a ridurre i loro impieghi per poter meglio gestire i rischi assunti, così come la nuova normativa richiede, o meglio ad essere maggiormente selettive con le aziende clienti, rifiutando richieste da chi fosse già eccessivamente indebitato.

Figura 7 Circolo vizioso



Fonte: GSFR, Oct 2013

Questo circolo vizioso (Figura 7) che si è instaurato spiega il continuo aumentare dei NPL's nei portafogli bancari, e di come essi siano un freno all'operatività dell'istituto. La nuova normativa di Basilea e Asset Quality Review che vedremo nei prossimi paragrafi, dovrebbero essere finalmente un incentivo a sbloccare l'inerzia, mostrata sino ad oggi, nel disinvestire questi assets non core da parte delle banche.

1.3 Basilea III

Dal Gennaio del 2014 è entrata in vigore per tutte le banche, non solo europee, una nuova normativa di vigilanza prudenziale, che si applicherà in maniera graduale, emanata già nel 2010 dal Comitato per la Supervisione Bancaria, che ha sede a Basilea, in Svizzera. Questo comitato è un'istituzione sovranazionale che vigila sull'attività bancaria e ne promuove la stabilità. In funzione di ciò definisce una serie di metodologie per la **valutazione** e **ponderazione** del rischio, nonché delle regole per la definizione del **capitale minimo** che l'istituto di credito deve detenere per garantirne la stabilità. Diverse sono state le normative emanate. Nel 1988 entrò in vigore Basilea I; fu particolarmente importante perché con essa cambiò lo schema di vigilanza: da un approccio *strutturale*, ovvero limitativo per l'attività strategica bancaria, ad un approccio *prudenziale*, e quindi introduttiva di requisiti patrimoniali. Parola chiave del Comitato è: **Capitale minimo** o **Patrimonio di Vigilanza**. La miglior fonte di protezione da qualsiasi

rischio che la banca si assume è il capitale proprio; ed in funzione di ciò già nel 1988, si chiese alle banche di valutare e quantificare il rischio connesso alla sua operatività e di coprirlo con capitale. Venne definito un coefficiente di solvibilità tale per cui il patrimonio di vigilanza (PV), che differisce dal patrimonio netto contabile, fosse almeno l'8% delle attività ponderate per il rischio (RWA).

$$\text{Coefficiente di Solvibilità} = \frac{\text{Patrimonio di vigilanza}}{\text{Attività ponderate per il rischio}} \geq 8\%$$

PV = aggregato patrimoniale (formato da Patrimonio di base e supplementare) composto da tutte quelle poste in bilancio che possono essere usate senza limitazioni per la copertura dei rischi e perdite aziendali (Figura 8).

Figura 8 Composizione Patrimonio di Vigilanza

<u>Patrimonio di base</u> $\Sigma = \{\text{Tier 1}\}$	<u>Patrim. Supplem.</u> $\Sigma = \{\text{Tier 2-3}\}$	<u>Deduz. Patrim. $\Sigma =$</u> <u>(D)</u>
▪ capitale versato; ▪ riserve, ivi compreso il sovrapprezzo azioni; ▪ strumenti innovativi di capitale; ▪ utile del periodo; ▪ filtri prudenziali positivi del patrimonio di base.	▪ riserve da valutazione; ▪ strumenti innovativi di capitale non computabili nel patrimonio di base; ▪ strumenti ibridi di patrimonializzazione e le passività subordinate; ▪ plusvalenze nette su partecipazioni; ▪ filtri prudenziali positivi del patrimonio supplementare; ▪ eccedenza di rettifiche di valore nette rispetto alle perdite attese (per le banche che adottano l'IRB); ▪ altri elementi positivi.	▪ Vedi slide successive
...a cui si sottrae...	...a cui si sottrae...	
▪ azioni proprie; ▪ avviamento; ▪ immobilizzazioni immateriali; ▪ perdite registrate in esercizi precedenti e in quello in corso; ▪ rettifiche di valore calcolate sul portafoglio di negoziazione a fini di vigilanza; ▪ filtri prudenziali negativi del patrimonio di base.	▪ minusvalenze nette su partecipazioni; ▪ filtri prudenziali negativi del patrimonio supplementare; ▪ altri elementi negativi.	

Fonte: Basilea

RWA = insieme delle poste iscritte dentro (crediti alla clientela e verso altre banche, titoli, ecc) e fuori (garanzie, impegni che la banca assume verso soggetti terzi) bilancio appositamente ponderate per il loro rischio di default.

Questo requisito minimo viene mantenuto anche nelle successive normative ma con delle modifiche. Il sistema di ponderazione previsto dalla prima normativa è molto

semplice. Infatti il capitale minimo dipendeva soltanto dall'ammontare dell'attività e non dall'effettiva rischiosità di questa; ciò avveniva perché il sistema di ponderazione da applicare era eccessivamente standardizzato: le esposizioni creditorie (in quanto solo il rischio di credito era menzionato nel calcolo) venivano classificate e quindi pesate in funzione della natura del debitore. Si verificava un problema di *moral hazard*, ovvero le banche, a fronte dell'onerosità del patrimonio, definivano loro l'effettivo rischio dell'esposizione.

Nel 2007, pertanto, il sistema venne rivoluzionato; il coefficiente di solvibilità rimase invariato, ma il sistema di calcolo delle RWA cambiò. L'idea era quella di incentivare le banche stesse, almeno le più grandi e virtuose, a programmare ed usare dei sistemi *interni* di valutazione del merito creditizio, ovviamente passati sotto il vaglio della Banca d'Italia. Per quelle più piccole con attivo consolidato o individuale inferiore ai 3.5 miliardi di euro, si continua ad applicare il metodo standardizzato, ma questa volta la ponderazione affidata ad ogni esposizione creditizia è in un funzione del rating riconosciuto alla controparte da agenzie specializzate (per quelle controparti, invece, che non hanno un rating riconosciuto si applicherà la ponderazione più alta). Ma la vera novità di Basilea II, è la strutturazione della normativa stessa in tre Pillar, come li definisce la normativa stessa:

- Pillar 1: viene introdotto il capitale minimo e le metodologie per calcolarlo a fronte dei quattro rischi dell'operatività bancaria (credito, operativo, mercato, controparte);
- Pillar 2: richiede che gli intermediari si dotino di un processo interno di controllo dell'adeguatezza patrimoniale;
- Pillar 3: introduce obblighi di trasparenza al pubblico, che gli intermediari devono rispettare per favorire il controllo da parte degli investitori.

Nel 2007-2008, però, la crisi dei *mutui subprime* mise a nudo un'altra fragile caratteristica della regolamentazione. La normativa infatti non era stata sufficiente a contenerne gli effetti. Bisognava, in primis, innalzare i requisiti patrimoniali per contenere l'effetto pro ciclico sull'economia reale, ma soprattutto era d'obbligo migliorare la quantificazione dei rischi di mercato e controparte (soprattutto per la parte concernente l'operatività sui mercati non regolamentati, *over the counter*). Prima di

giungere alla normativa attualmente in vigore, quindi ne è stata emanata una intermedia, Basilea 2.5, utile per regolamentare la causa principale della crisi finanziaria: le cartolarizzazioni.

Il vero cambiamento per il settore del credito si ebbe però, come si accennava all'inizio, nel gennaio del 2014, quando diventò operativa l'ultima normativa del Comitato di Basilea, recepita tramite il Regolamento n.575/2013 (CRR) e la Direttiva n.36/2013 (CRD): Basilea III. L'obiettivo è quello di garantire un rafforzamento patrimoniale delle Banche, rendendole più idonee a sopportare i rischi a cui i loro attivi sono esposti. Proprio in virtù di queste nuove e più stringenti soglie patrimoniali, la redditività ed il costo dell'equity ne risentono negativamente, ed il tema delle sofferenze bancarie e con esso l'assorbimento patrimoniale dei diversi assets si accentua ancora di più.

Il tema è sempre il Capitale. Se nelle versioni precedenti della regolamentazione venivano riconosciuti idonei diversi strumenti finanziari idonei a formare il patrimonio ai fini di vigilanza, oggi ci si è resi conti che non tutti hanno la stessa capacità di assorbire le perdite e di rispondere a shock esterni, garantendo la stabilità dell'istituto. Basilea III, pertanto non interviene soltanto sul lato **quantità**, ma soprattutto sul lato **qualità**.

Per l'aspetto *qualità*:

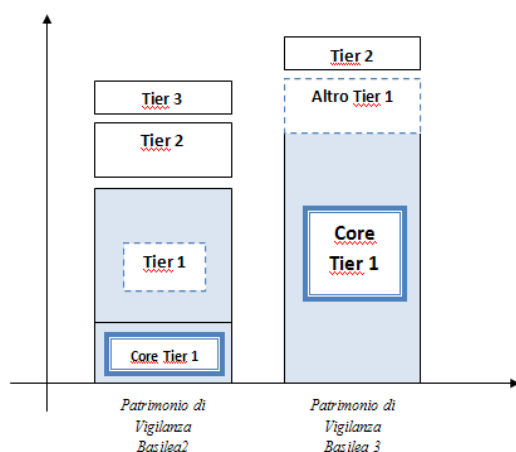
- viene data maggiore importanza, nella composizione del Tier 1 (Patrimonio di base), al *Common Equity*, ovvero al capitale "buono o puro": azioni ordinarie e riserve di utili al netto di una serie di deduzioni;
- vengono innalzati i requisiti di eleggibilità per essere inclusi nel patrimonio di base e viene richiesto un maggior *disclosure* in merito.
- Viene eliminato il Tier3

Per la parte attinente alla *quantità*, da raggiungere gradualmente, invece:

- il requisito minimo patrimoniale rimane l'8% in rapporto delle attività ponderate per il rischio

$$\begin{array}{ccccc} \text{Minimum Total} & & \text{Tier1 + Tier2} & & \\ \text{Capital} & = & \frac{\quad}{\text{RWA}} & = & 8\% \end{array}$$

- il Common equity deve passare dal 2% al 4,5% entro il 2015.
- il minimum Tier1 capital deve passare dal 4% al 6% entro il 2015.
- Viene richiesto, un *buffer* aggiuntivo di capitale sopra il coefficiente di solvibilità (8%) pari al 2,5% delle attività ponderate per il rischio. Sarà composto da strumenti di *common equity*, e l'introduzione è prevista gradualmente da Gennaio 2016 a Gennaio 2019, con lo 0,625% di incrementi annui. La normativa prevede inoltre che possa essere ulteriormente innalzato se lo dovesse richiedere la situazione macroeconomica del paese.



Fonte: propria

In conclusione, entro Gennaio 2019, tutte le banche dovranno adeguarsi alla nuova soglia minima di capitale per poter essere considerate solide, pari al 10.5%.

$$\frac{\text{Tier1+ Tier2}}{\text{RWA}} = 8\% \quad \xrightarrow{+ \text{ Buffer 2,5\% }} \quad = 10,5\%$$

Accanto a questi requisiti minimi di capitale (risk-based), se ne aggiunge un altro, che prescinde dal concetto di rischio, ma che comunque limita l'attività della banca e che è dato dal nuovo *leverage ratio*: il rapporto tra il patrimonio di base e l'esposizione totale della banca non deve essere inferiore al 3%.

Da ultimo, introduce altri ratio per la copertura del rischio di liquidità ed ulteriori metodologie per monitorare e quantificare meglio i rischi tipici dell'attività bancaria.

In che modo tutto questo è legato con il mondo delle sofferenze? I *non performing loans*, per loro stessa natura deteriorano la qualità del credito e sulla base di quello che è stato detto assorbono molto capitale, perché molto rischiosi. Ma un maggior accantonamento di capitale, vuol dire drenare risorse e porre un freno all'attività core della banca. Nello stesso tempo si crea una compressione della redditività, perché l'utile si riduce per l'aumento delle rettifiche di valore ed il capitale a rischio aumenta. Invece che creare, si distrugge valore, perché il divario tra redditività e costo del capitale aumenta.

Con il tempo non sono cambiate solo le regole del gioco, ma sono cambiati anche i parametri su cui misurare la performance di un'impresa, sia essa bancaria o non. Da un'ottica puramente dimensionale ci si è spostati ad una fondata su valore. Non si guarda alle quote di mercato, al tasso di crescita, al numero di clienti, o meglio, questi non sono più gli elementi cruciali. Bensì il mercato valuta la redditività del business (Roe, Rote, utile netto) e ancor di più la capacità di creare Valore (Eva, Rorac o Raroc, *share price*), perché tiene in considerazione il rischio assunto.

Ecco allora, che le Banche non possono più far finta di non vedere il macigno che grava sui loro bilanci. L'obbligo di aumentare la solidità patrimoniale ha spinto ad attuare iniziative di sospensione dei dividendi, di fissazione di un limite alle retribuzioni e all'emissione di stock options, ma la vera attività di *deleveraging*, può avvenire solo con una gestione efficiente e attenta degli NPL's. La cessione di crediti non performing rappresenta la modalità migliore per ridurre le attività ponderate per il rischio (RWA), liberare patrimonio e quindi risorse.

In funzione di ciò ci si aspetta un volume crescente di transazioni di questi assets, particolarmente in Italia, in cui il mercato di NPL's ha un valore al di sotto di euro 10 miliardi, mentre si stimano circa euro 300 miliardi di crediti deteriorati potenzialmente cedibili. Un mercato piccolo, ancora inespresso, ma che può diventare potenzialmente grande, tale da attirare molti capitali esteri, perché a chiedere operazioni di questo tipo è la stessa Europa, in virtù dei risultati emersi dall'Asset Quality Review nel Settembre 2014.

1.4. *Unione bancaria*

Per chiudere l'analisi del contesto economico e normativo in cui inquadrare il problema della gestione dei crediti non performing, bisogna tener conto della dimensione europea. L'Italia è uno Stato membro dell'Unione Europea e come tale è entrato automaticamente a fare parte della recente Unione Bancaria. Insieme alle nuove regole in materia prudenziale, spiegate nel paragrafo precedente, si è avviato un importante cambiamento per il settore bancario.

L'Unione Bancaria colma quelle carenze normative e di vigilanza che permettono di completare l'Unione Economia e Monetaria (UEM). È la risposta a molteplici crisi, come quella del debito sovrano, che ha reso le banche strettamente legate all'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato in cui la banca è insediata. La finalità è dunque quella di creare una maggiore stabilità del sistema bancario dell'area Euro: allentando il legame tra banche e gli emittenti sovrani, e promuovendo un corpus unico di norme, identiche per tutte le Banche dell'Eurozona, in merito alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

L'unione Bancaria si compone di tre pilastri:

- i. un Meccanismo di Vigilanza Unica (*the Single Supervisory Mechanism, SSM*);
- ii. uno schema comune di risoluzione delle crisi bancarie (*SRM*);
- iii. uno schema integrato di garanzie dei depositi (*DGS*).

Tutti e tre le componenti poggiano su due pacchetti di norme orizzontale:

- i. CRD IV, la direttiva europea che recepisce e rende applicabile i vincoli patrimoniali previsti nella normativa di Basilea III; il pacchetto è entrato in vigore il 1 Gennaio 2014, garantendo uniformità di condizioni per tutte le 8200 banche dell'Unione Europea.
- ii. BRRD, la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche; ovvero la nuova disciplina che regola il fallimento degli istituti di credito senza richiedere il salvataggio ai contribuenti (*bail-in*).

Tramite questo nuovo corpus di norme (SSM, SRM, DGS, CRD IV, BRRD), adottate tra il 2013 ed il 2014, si è fatto un grandissimo passo in avanti verso una maggiore armonizzazione europea in materia bancaria.

Ai fini dell'elaborato verrà analizzato solo il primo pilastro, entrato in vigore il 4 Novembre 2014 dopo l'approfondito esame di valutazione dei bilanci delle maggiori banche dell'Eurozona da parte della Bce, ovvero il *Comprehensive Assessment*.

1.4.1 *Meccanismo Unico di Vigilanza*

Il 4 Novembre 2014, la Bce ha assunto il ruolo di supervisore unico su 120 gruppi bancari, di cui 15 italiani. Il Meccanismo Unico di Vigilanza (MUV), ha richiesto ben ventotto mesi di preparazione: dal 29 Giugno 2012 sino alla sua adozione. Ignazio Angeloni, rappresentante della Bce e membro del Consiglio di vigilanza dell'MVU, ha ricordato in una sua intervista, come “ neanche l'introduzione dell'euro abbia richiesto un tale sforzo”.

Il MVU nasce per assicurare che la Politica di vigilanza prudenziale dell'Unione venga attuata in maniera omogenea ed efficace su tutti gli enti creditizi dei paesi partecipanti, evitando così un arbitraggio regolamentare. Tre sono dunque le finalità: una maggiore stabilità del sistema bancario europeo; una maggiore integrazione del sistema finanziario; una maggiore armonizzazione delle regole di vigilanza.

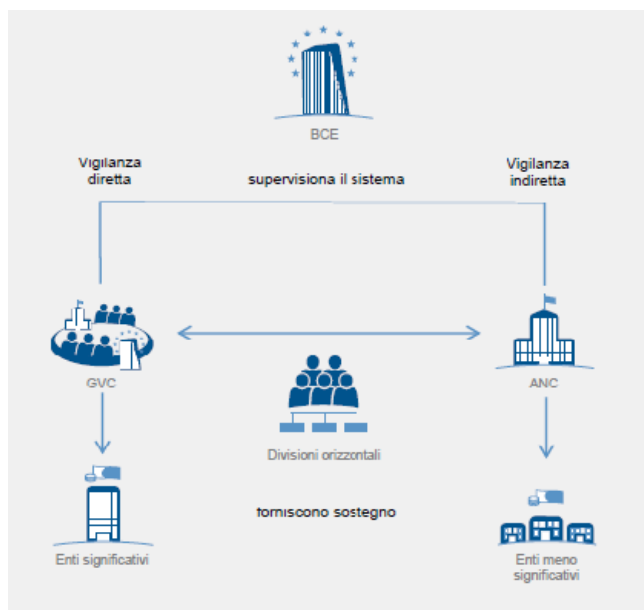
Il Meccanismo unico si fonda sulla stretta collaborazione tra la Bce e le autorità nazionali competenti (ANC) dei paesi membri. La prima mette in gioco le sue competenze e risorse in materia di stabilità macroeconomica, mentre le seconde offrono le loro conoscenze quantitative e qualitative, nonché la loro consolidata esperienza in tema di vigilanza, sugli enti creditizi nelle rispettive giurisdizioni. Questa strutturazione permette principalmente di adottare le migliori prassi (*best practices*) internazionali in merito. Inoltre evita disparità di trattamento, perché le prassi di Vigilanza saranno commisurate all'importanza sistemica dell'ente (principio di proporzionalità) e l'intensità della supervisione sarà anche in funzione dei rischi valutati dall'MVU, sottoponendo dunque

un ente o un gruppo di enti creditizi ad un controllo maggiore fino al raggiungimento di un livello di rischio accettabile.

Il sistema unico di vigilanza, fa capo alle Bce, che avrà sotto il suo controllo **diretto** le principali banche dell'Eurozona, mentre le ANC continueranno ad occuparsi delle altre banche, sempre sotto l'occhio vigile della Banca Centrale (Figura 9). Gli ambiti di competenza dei due bracci dell'MVU sono ripartiti in funzione della "*significatività*" dei soggetti controllati. Nel suo complesso, il primo pillar dell'Unione Bancaria, vigila su 4.700 enti degli stati membri: di questi 120 gruppi bancari (85% delle attività bancarie complessive della zona euro), che rappresentano circa 1.200 enti creditizi, sono considerati *significant institutions*, e pertanto sono sottoposti alla vigilanza diretta della Bce, coadiuvata dalle ANC all'interno dei Gruppi di Vigilanza Congiunti (GVC)¹⁵. Gli enti meno significativi, i restanti 3.500, rimangono alle dipendenze delle diverse autorità nazionali e sotto la responsabilità ultima della Banca Centrale, la quale potrà assumere una vigilanza diretta anche su questi ultimi qualora ve ne fossero le necessità (da notare però, che un peggioramento delle condizioni finanziarie o l'avvio di un processo di gestione delle crisi, non sono ragioni sufficienti a giustificare l'intervento della Bce).

¹⁵ I GVC sono costituiti per ciascun ente significativo e si occupa della sua vigilanza giornaliera. È composto da personale BCE e ANC del paese residente, e fa capo ad un coordinatore della Banca Centrale; cfr, riquadro: Gruppo di vigilanza congiunti, in Guida alla vigilanza bancaria, novembre 2014.

Figura 9 Vigilanza unica



Fonte: BCE, 2014

Come viene decisa l'appartenenza di un istituto di credito ad una classe piuttosto che ad un'altra? Viene eseguita una verifica periodica ed al verificarsi di almeno uno dei seguenti punti, viene classificato come "significativo"¹⁶:

- il valore totale delle attività supera i 30 miliardi di euro o, nel caso in cui il total assets sia inferiore ai 5 miliardi di euro, superi il 20% del PIL nazionale;
- è uno dei tre enti creditizi più rilevanti all'interno del proprio Stato;
- ha l'assistenza diretta del meccanismo europeo di stabilità;
- il total assets è superiore ai 5 miliardi di euro e il rapporto tra le attività transfrontaliere in un altro Stato membro partecipante e le attività totali supera il 20%, oppure il rapporto tra le passività transfrontaliere in un altro Stato membro partecipante e le passività totali è superiore al 20%.

Ai fini della decisione possono essere richieste ulteriori informazioni. La qualifica di un ente può cambiare nel tempo, anche a seguito di operazioni straordinarie. Nel momento in cui viene soddisfatto per la prima volta almeno uno dei requisiti precedentemente elencati, la competenza trasla dalle ANC alla Bce. Un criterio di *moderazione* però entra

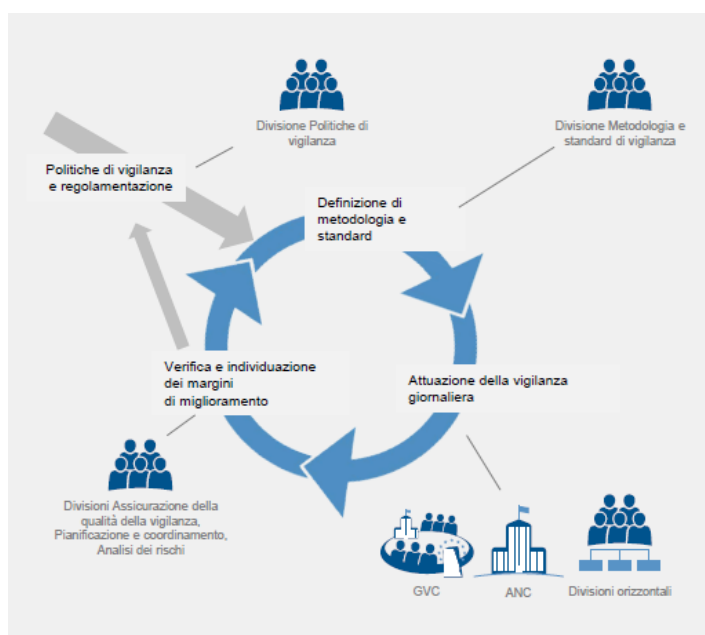
¹⁶ Cfr. il riquadro: *Classificazione degli enti come significativi o meno significativi*, in Guida alla vigilanza bancaria, Novembre 2014

in gioco, affinché il passaggio da una categoria all'altra non sia troppo frequente: se è vero che sia sufficiente un solo criterio soddisfatto per diventare *significant institutions*, per sottrarsi alla supervisione diretta della BCE bisogna non rispettare tutti i criteri per tre anni consecutivi.

Sulla base di questa ripartizione, sono 15 i gruppi bancari italiani sotto la vigilanza diretta dell'Eurotower: Intesa Sanpaolo, Unicredit, Mediobanca, Ubi Banca, Popolare dell'Emilia Romagna, Popolare di Milano, Popolare di Sondrio, Popolare di Vicenza, Banco Popolare, Credito Emiliano, Credito Valtellinese, Iccrea Holding, Veneto Banca, Banca Carige e Monte dei Paschi di Siena (queste ultime due le uniche Banche italiane bocciate agli stress test).

Il regolamento dell'MVU definisce lo schema di vigilanza come un "meccanismo realmente integrato": una costante collaborazione tra Banca Centrale e le varie ANC, in cui le politiche di vigilanza e regolamentazione fanno da base per l'attività stessa di vigilanza.

Figura 10 Ciclo di Vigilanza



Fonte: Guida alla vigilanza bancaria, BCE, 2014

(Figura 10) Da un lato la Divisione Politiche di vigilanza, sulla base degli accordi di Basilea armonizzati attraverso un corpus unico (*Sigle Rule Book*), definisce i requisiti prudenziali per le due categorie di istituti. Dall'altro lato le metodologie di supervisione

sono elaborate dall'apposita Divisione di Metodologia e Standard di Vigilanza. Entrambi gli aspetti saranno il fondamento della vigilanza giornaliera sui singoli enti. Per garantire standard elevati di vigilanza, tutta l'esperienza maturata nel ciclo di analisi diventa la base per il successivo ciclo di vigilanza. La pianificazione successiva incorporerà tutti i margini di miglioramento individuati nell'esercizio appena concluso.

Quali poteri appartengono allora alla Bce? Tutti quelli che fino a qualche tempo fa' erano di competenza delle sole autorità nazionali. La Bce, congiuntamente con le ANC, può concedere o revocare la licenza bancaria, autorizzare o meno l'acquisizione di partecipazioni di altri enti creditizi nell'eurozona. Esegue un'analisi sui modelli interni di valutazione del rischio adottati dalle banche ed eventualmente, può richiedere dei rafforzamenti patrimoniali. L'MVU può compiere ispezioni in loco, sempre "proporzionate", per una valutazione approfondita sulla gestione dei rischi e sulla *governance*. Infine, in caso di irregolarità, violazioni di obblighi normativi, può imporre sanzioni pecuniarie, fino al doppio degli utili o delle perdite evitate con la violazione. Se non fosse possibile determinare i profitti, la sanzione potrà essere massimo il 10% del fatturato annuo dell'esercizio appena concluso.

1.4.2 *Asset Quality review*

Il meccanismo di vigilanza appena descritto è partito a Novembre scorso a seguito di un approfondito esame (*Comprehensive Assessment*) dei bilanci bancari ad opera della BCE, che ha riguardato 130 banche di 19 paesi e i cui risultati sono stati resi pubblici il 26 Ottobre 2014. Tale esercizio, propedeutico all'avvio del *Single Supervisory Mechanism*, si proponeva tre finalità:

- analizzare l'effettiva condizione dei bilanci bancari sulla base di criteri armonizzati ed eventualmente attuare delle misure di rafforzamento patrimoniale;
- fornire maggiori informazioni sullo stato di salute degli intermediari, aumentandone così la trasparenza;
- ristabilire una maggiore fiducia nel sistema bancario dell'Unione.

Il Comprehensive Assessment della BCE ha riguardato un primo esame di revisione degli attivi (Asset quality review, AQR), ed una successiva prova di resistenza (Stress test) ad un scenario macroeconomico di base ed uno avverso. L'Asset Quality Review, iniziata nel Novembre 2013, ha messo al vaglio l'85% del sistema bancario Europeo ed ha fornito una valutazione puntuale sul valore contabile degli attivi di questo al 31 Dicembre 2013. Le informazioni emerse da questa revisione hanno poi costituito la base per l'analisi prospettica e prudenziale dello Stress Test su un orizzonte temporale 2014-2016.

L'AQR è stato condotto dalla BCE e dalle rispettive ANC e si è risolto in un'analisi del portafoglio crediti dell'intermediario: corretta ripartizione dei prestiti nella categoria *performing* (in bonis) e *non-performing* (deteriorati); adeguatezza degli accantonamenti e delle coperture. L'esercizio si è esteso poi anche ad attività, cosiddette, di livello 3: attività che non hanno valori di mercato ma che sono valutate dalle banche attraverso dei modelli interni. Non si può però non tenere in considerazione l'eterogeneità che caratterizza il sistema del credito nei paesi partecipanti all'MVU, pertanto per garantire una corretta ed identica revisione a tutti gli enti creditizi, senza comprometterne i risultati, sono state adottate per l'occasione delle definizioni comuni, emanate dall'European Banking Authority (EBA) in materia di esposizioni deteriorate. La normativa italiana risultava quella più severa tra i vari paesi membri e che più degli altri si avvicinava al criterio armonizzato indicato dall'autorità europea. L'ampiezza della definizione, però, unita anche al momento economico ha innalzato la quantità di NPE (esposizioni non performing).

1.4.3. Definizione di NPE dell'EBA Vs normativa italiana

Secondo l'EBA il principio per cui un'esposizione vada inserita nella categoria NPL è l'*unlikely to pay*¹⁷: il prestito è deteriorato quando è scaduto da più di 90 giorni e/o si ritiene che il debitore non sia più in grado di ripagarlo totalmente, indipendentemente dalle garanzie reali o personali. Sono sempre considerate NPE, le posizioni *incagliate* e in

¹⁷ Cfr. il riquadro: *La definizione di esposizioni deteriorate (non-performing) e oggetti di concessioni (forbearance) nelle regole EBA e nell'Asset Quality Review, in Rapporto sulla Stabilità finanziaria, n°1, 2014.*

*sofferenza*¹⁸ secondo quanto previsto dalla normativa contabile (IAS 39) e prudenziale (CRR). Vengono inoltre previsti due approcci per le esposizioni scadute in funzione della natura della controparte. Per la componente al dettaglio, *retail* (famiglie e PMI), si può procedere con il criterio per transazione o per debitore; per tutte le altre categorie di clientela si applica sempre il secondo criterio. “Per transazione” vuol dire classificare come NPE solo il singolo credito, mentre “per debitore” si intende considerare come non performing tutte le linee di credito verso lo stesso debitore. L’EBA prevede inoltre, che sia obbligatorio passare dal primo al secondo approccio, ogni volta che l’esposizione scaduta rappresenta più del 20% del totale delle esposizioni verso la stessa controparte. La normativa italiana è tendenzialmente in linea con questo approccio, ma meno restrittiva: considera, infatti, una soglia del 10% e nel calcolo del rapporto viene utilizzata la sola quota scaduta. Viene fornita un’indicazione anche per le partite cosiddette *ristrutturate*, ovvero quelle posizioni per le quali è stata fatta una modifica delle condizioni contrattuali a favore del debitore, dettata da un deterioramento delle sue condizioni finanziarie, facendo subire una perdita alla banca. Questa categoria di crediti viene considerata come oggetto di concessione (*forborne*) e prevede due sotto categorie: performing e non. Solo quest’ultima rientrerà nella categoria NPE. Anche in questo caso la normativa italiana già comprende nelle attività deteriorate le partite ristrutturate ed applica un criterio ancora più stringente per permettere l’uscita dalla categoria *forborne non performing*. In Italia, un’esposizione cessa di essere iscritta come ristrutturata, solo se sono trascorsi almeno due anni ed esiste una delibera motivata degli organi aziendali che giustifichino il ritorno ad una situazione di solvibilità del debitore.¹⁹ Secondo l’EBA, questo passaggio può avvenire anche a distanza di un anno dalla ristrutturazione, indipendentemente dalla presenza o meno di una delibera, purché sia venuto meno il rischio di non rimborso.

¹⁸ Banca D’Italia definisce le posizioni INCAGLIATE, quelle esposizioni verso controparti che versano in temporanea difficoltà e che possano essere superate in un congruo periodo di tempo. (definisce inoltre *incaglio tecnico*, l’esposizione scaduta da più di 270 giorni); definisce invece SOFFERENZA, quei crediti di cui la riscossione non è certa da parte delle banche che hanno erogato il finanziamento perché il debitore versa in una situazione di insolvenza anche se non accertata giudizialmente.

¹⁹ Cfr. il riquadro: *la definizione di Forborne e Non performing dell’EBA, in Rapporto sulla Stabilità finanziaria, n°6, 2013.*

Per rendere il lavoro meno oneroso di quanto non lo sia, è stato scelto di eseguire un'analisi a campione. Più precisamente, è stato scelto per ogni intermediario un sottoinsieme di crediti, quelli rappresentativi di un portfolio più rischioso. Di questi, le posizioni in bonis e non performing sono state analizzate individualmente; in una fase successiva tutti gli aggiustamenti apportati sono stati ribaltati con tecniche statistiche su tutte le altre posizioni; da ultimo, sempre con modelli quantitativi, sulle stesse posizioni sono state valutate le rettifiche di valore.

Sfruttando le informazioni emerse dalla revisione degli attivi, la BCE insieme alle ANC hanno concluso la valutazione attraverso una prova di stress, che mettesse in risalto la resistenza/vulnerabilità dei bilanci bancari di fronte a situazioni di maggiore debolezza. La simulazione è stata condotta, infatti, partendo dai dati di bilancio di fine 2013 e poi modificati per tener conto degli aggiustamenti apportati dall'AQR. Le previsioni della Commissione europea nel Febbraio 2013 hanno costituito le linee dello scenario base (*baseline*), mentre la seconda situazione è stata appositamente costituita per valutare come gli enti rispondessero a situazioni estreme. Quest'ultima si è dimostrata particolarmente gravosa per il sistema Italiano.

Come viene valutata l'adeguatezza patrimoniale degli istituti? Sia per l'AQR sia per lo scenario di base dello Stress test, il punto di partenza è dato dalla soglia Common Equity Tier1 dell'8%, un valore, quindi, più alto di quello regolamentare pari al 4,5%, e di quello minimo aumentato del buffer (7%). Invece la soglia di CET1 minima richiesta nello scenario avverso è del 5,5%. Nel caso in cui risultassero non soddisfatti tali requisiti, le Banche hanno, rispettivamente, 6 mesi e 9 mesi di tempo per colmare il gap derivante dalle due valutazioni.

Prima di vedere rapidamente gli esiti del Comprehensive Assessment per l'Italia, si ricorda che tale revisione ha natura strettamente prudenziale e non contabile. La simulazione ha fatto uso di sistemi statistici, che non sono contemplati nei principi contabili. Inoltre, mentre quest'ultimi consentono di apportare rettifiche solo al verificarsi di perdite oggettive, quelle emerse dall'AQR sono state anche il risultato di ipotetici indicatori di difficoltà dei debitori. In funzione di ciò, saranno le singole banche a valutare, congiuntamente con le ANC, se inserire o meno in bilancio tali modifiche.

1.4.4. Risultati AQR

A livello complessivo lo shortfall di capitale registrato è stato di euro 24,6 miliardi, per 25 banche su 130. Andando a nettare questo valore per gli accantonamenti fatti nei mesi precedenti, in virtù dell'immediato AQR, la quotazione scende a 13 banche per un totale complessivo di 9,5 miliardi. 15 banche italiane sono state oggetto di valutazione, e nonostante la congiuntura economica particolarmente gravosa, il sistema bancario italiano ha avuto un giudizio complessivamente positivo (Figura 11).

Figura 11 Risultati AQR

Risultati del <i>comprehensive assessment</i> per le banche italiane (milioni di euro e numeri)									
BANCHE	Risultati pubblicati dalla BCE					Eccedenza/ carenza rispetto	Risultati includendo altre misure di rafforzamento patrimoniale		
	eccedenza/ carenza da AQR (1)	eccedenza/ carenza da ST base (2)	eccedenza/ carenza da ST avverso (3)	min eccedenza/ max carenza (4)	principali misure di rafforzamento patrimoniale (5)	eccedenza/ carenza dopo le principali misure di rafforzamento (6)	all'AQR dopo le principali misure di rafforzamento (7)	altre misure di rafforzamento patrimoniale (8)	eccedenza/ carenza finale dopo tutte le misure rafforzamento (9)
	A	B	C	D = min (A,B,C)	E	F = D+E	G = A+E	H	I = D+E+H
Banco Popolare	-34	-693	-427	-693	1.756	1.063	1.722	120	1.183
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	162	149	-128	-128	759	631	921	0	631
Banca Popolare di Milano	-482	-647	-684	-684	518	-166	36	879	713
Banca Popolare di Sondrio	-148	-183	-318	-318	343	26	195	0	26
Banca Popolare di Vicenza	-119	-158	-682	-682	459	-223	340	253	30
Carige	-952	-1.321	-1.835	-1.835	1.021	-814	69	0	-814
Credito Emiliano	463	480	599	463	0	463	463	0	463
Credito Valtellinese	-88	-197	-377	-377	415	38	327	12	50
Iccrea	356	385	256	256	0	256	356	0	256
Intesa Sanpaolo	10.548	9.419	8.724	8.724	1.756	10.480	12.304	417	10.897
Mediobanca	205	600	445	205	0	205	205	560	765
Monte dei Paschi di Siena	-845	-1.516	-4.250	-4.250	2.139	-2.111	1.294	0	-2.111
Unione di Banche Italiane	2.432	1.848	1.743	1.743	18	1.761	2.450	0	1.761
UniCredit	6.451	6.167	5.580	5.580	1.235	6.815	7.687	1.932	8.747
Veneto Banca	-583	-574	-714	-714	738	24	155	0	24
Totale facente capo a banche: con carenze (8)	-3.251	-5.290	-9.413	-9.679	8.148	-3.313	0	1.132	-2.924
con eccedenze (8)	20.617	19.049	17.347	16.971	3.009	21.762	28.523	3.041	25.546
Numero banche con carenze				9		4	0		2

Fonte: BCE e Banca d'Italia, rapporto sulla stabilità finanziaria, Novembre 2014

La colonna D, mostra infatti come ben 9 banche italiane abbiano avuto un risultato negativo al termine dell'AQR; ma se si prendono in considerazione le misure di rafforzamento patrimoniale adottate tra i mesi di Gennaio e Settembre 2014, tutte le banche hanno superato l'esame (colonna G). A non superare lo stress test sono 4 istituti (colonna F) per un totale di 3,3 miliardi di euro. Nell'anno in corso sono già state previste misure straordinarie per due di queste (prevalentemente di cessione degli asset non core); tale per cui le uniche Banche Italiane bocciate alla valutazione dell'Eurotower rimangono: Banca Carige e Banca Monte dei Paschi di Siena. Uno shortfall totale di 2,9 miliardi di euro, pari allo 0,2% del PIL.

Ad influire su tali risultati sono stati gli aggiustamenti del valore degli assets per euro 12 miliardi contro 47,5 miliardi per il totale europeo. Variazioni che misurate in rapporto alle RWA sono pari a 102 punti base per l'Italia e 56 per la media europea. Queste revisioni degli attivi derivano principalmente dall'applicazione di metodi inferenziali, che hanno inciso per 63 punti base per le banche italiane e 31 per l'unione bancaria. Ma una parte preponderante, 198 punti in rapporto alle RWA, deriva dalla riclassificazione dei crediti in partite deteriorate. Per il sistema bancario italiano, non ha influito molto il passaggio alla nuova definizione armonizzata di NPE, quanto piuttosto all'analisi puntuale delle singole esposizioni su base statistica. A livello complessivo, per gli enti coinvolti nella simulazione, l'adozione del nuovo sistema di classificazione, ha aumentato le NPE fino a 135,9 miliardi di euro. Per quanto riguarda lo scenario di Stress, l'impatto sui bilanci bancari non è stato leggero. La prima severità del test nasce dall'utilizzo di valori di bilancio al 31/12/2013 già aggiustati dei risultati dell'AQR e laddove le variazioni sono state di valore rilevante, anche le probabilità di perdite fornite dagli intermediari sono stati rivisti al rialzo per tutto l'arco dello stress test. Il secondo aspetto è dato dallo stesso scenario ipotizzato: la caduta del PIL, per lo scenario base, è stato in linea con quello dell'MVU ovvero il 6,1%; nel caso di situazione avversa, invece, il calo è stato pari a di 12 punti percentuali, molto maggiore della media europea. Questo vuol dire, che le perdite stimate per le banche italiane, ammonterebbero a 90 miliardi, di cui il 7,2% in termini di RWA, sarebbero il frutto di svalutazioni su crediti.

1.4.5. *Reazione dei mercati*

Come ha reagito il mercato a queste operazioni? Tra Novembre 2012 ed Aprile 2013, all'avvio dell'asset quality review, si è riscontrato un innalzamento degli indicatori di mercato, sintomo di fiducia e approvazione delle misure rafforzative patrimoniali adottate²⁰. Prima di tutto i premi sui Credit Default Swap (CDS) bancari, contratti derivati che coprono contro il default della banca, si sono ridotti in media di 127 punti base. Nello stesso tempo i corsi azionari delle banche italiane hanno vissuto, in media, un rialzo del 20%. L'aumento dei prezzi azionari ha portato con sé anche un

²⁰ Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, Novembre 2014

miglioramento del *price to book ratio* medio delle banche italiane portandolo al 74%, maggiormente in linea con quello delle altre banche europee.

All'annuncio dei risultati del *Comprehensive Assessment*, le reazioni dei mercati sono state diverse in ragione della banca interessata. I corsi azionari hanno subito una flessione per le banche bocciate o che hanno registrate carenze patrimoniali, in ragione anche del fatto che le future misure di ricapitalizzazione potranno avere effetti diluitivi sul capitale già in circolazione. Al contrario l'andamento dei premi sui CDS bancari indicano una maggiore fiducia degli investitori nei confronti degli istituti di credito italiani. Nei giorni immediatamente successivi all'uscita dei risultati della BCE, gli spread sui CDS a 5 anni si sono ridotti per tutte le banche indipendentemente dalla necessità di misure straordinarie.

Il deleveraging, anche se solo annunciato dunque, viene percepito dal mercato, che lo valuta, positivamente. La trasparenza che è stata fortemente incentivata dalla Banca Centrale, e con essa la pulizia degli attivi bancari ha ridotto la percezione di debolezza del settore del credito, aumentato la fiducia degli investitori e attirato capitali esteri.

Capitolo 2

DISINVESTIRE in TEORIA

“Don’t congratulate me when buy it. Congratulate me when sell it!”, sono le parole di Mr. Henry Kravis, co-fondatore nel 1976 del fondo KKR ed attualmente co-chairman e co- Chief Executive Officer. Molto spesso si sottovaluta l’attività di disinvestire. Tanti gli autori che hanno cercato di convincere quanto sia normale tale scelta strategica, ma permane ancora quel disagio psicologico nell’attuarla che è difficile da superare. Inevitabilmente diventa naturale il paragone con il suo opposto, l’*Investimento*, ma lo è meno convincersi che può avere un portata anche maggiore per l’azienda rispetto a quest’ultimo. La negatività dell’impatto psicologico che il disinvestimento comporta, fa sì che venga considerata solo come *extrema ratio* nel novero delle opzioni strategiche a disposizione del management (Baccarini, Brunetti, 1997). Da sempre, infatti viene considerata come una scelta obbligata per tutte quelle imprese che hanno problemi di redditività, efficienza, di performance e dunque è sempre associata ad un “fallimento” operativo e strategico del management. Ancor di più questa concezione la si respira nel Vecchio Continente, dove il “fallimento” viene sempre condannato, al contrario del mondo Anglosassone, in cui, ad esempio, le stesse procedure di ristrutturazioni aziendali coinvolgono “la gestione” nel piano di risanamento (es. Chapter 11)²¹. Escluse, pertanto, tutte le altre opzioni si ricorrerà al disinvestimento, ma se è vero che le implicazioni di

²¹ Chapter 11 è una procedura di riorganizzazione aziendale, simile all’amministrazione controllata di diritto italiano; l’obiettivo è il risanamento della società, rappresentato dall’uscita dal programma stesso, attraverso l’implementazione di un piano di ristrutturazione promosso dal management della società in oggetto ed approvato da un giudice.

questa scelta sono particolari e spesso irreversibili, dall'altro non si può escluderla a priori, perché ne va della salute dell'azienda stessa. Il principio alla base dell'esistenza di un'azienda è quello di *Continuità*, ovvero un'azienda per essere tale deve essere duratura: *"l'attività aziendale deve svolgersi in condizioni e ricercare le condizioni per presentarsi atta a durare a lungo secondo convenienza, in un ambiente mutevole"* (C. Masini, 1970)²². In considerazione di ciò bisogna tener presente che una rinuncia a disinvestire, può risultare incoerente con la strategia di lungo periodo dell'azienda stessa, mentre può essere particolarmente adatto per i benefici dell'impresa: *"just as a chess player knowingly plans to lose a piece in order to gain a position, a corporation may plan to give up a nondynamic, although not necessarily unprofitable, product, project or operating division to further its long-term goals"* (P.Hilton, 1972)²³.

2.1 Il disinvestimento

Il disinvestimento rientra nelle *strategie di corporate* che un'impresa, sia essa di produzione o di servizi, ha a disposizione. A livello aziendale si possono individuare tre livelli di definizione strategica: di Corporate, di Business e di Funzione. Quella di interesse per questo elaborato è la prima. Mentre la seconda è di competenza dei vertici di Divisione e la terza di quelli di Funzione, la Strategia di Corporate, fa intendere, che sia il livello più alto dell'organigramma (i vertici aziendali, il *top management*) ad assumere le decisioni e le responsabilità che ne derivano da una loro attuazione. Tale livello di strategia è quello che definisce il perimetro aziendale (mono o multi-business), le risorse da allocare e l'organizzazione aziendale più adatta. L'orientamento della pianificazione strategica può essere di crescita, di contrazione oppure di mantenimento. Non si occupa invece di come affermarsi in un particolare mercato per raggiungere una posizione di vantaggio competitivo in quel specifico business²⁴. Il vertice aziendale ha una visione

²² Cfr. C. Masini, *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, 1970, pag 170 ; l'idea sottostante questa visione è che devono perdurare nel tempo, sia le persone che lavorano e compongono l'azienda, sia gli obiettivi prefissati e con essi le procedure per raggiungerli.

²³ Cfr. P.Hilton, *Management Review*, March, 1972.

²⁴ <http://www.consulenzastrategicaedirezionale.it/consulenza/strategia-di-gruppo-e-strategia-di-business.html>

d'insieme e come tale si prefigge di trovare i percorsi alternativi per raggiungere la *Mission* e gli obiettivi di lungo termine, con i quali mira ad ottenere un vantaggio competitivo in un mercato in continuo cambiamento.

Inquadrato il disinvestimento nel novero delle strategie di corporate, per darne una definizione più precisa, si può far riferimento a due teorie che guardano l'impresa da due punti di vista differenti: *teoria dell'impresa* e la *resource-based view*. La strategia di disinvestimento, è sicuramente una modalità di razionalizzazione della struttura aziendale. Rientra infatti nelle attività di *Corporate Restructuring*, e più precisamente in tutto ciò che ha a che fare con la ristrutturazione o aggiustamento del portfolio di business e attività dell'azienda (Bowman e Singh, 1993). La teoria dell'impresa fonda la strategia sull'analisi del settore o della singola attività, pertanto definisce il disinvestimento come lo strumento per ridefinire il perimetro e quindi la dimensione aziendale. La crescita può avvenire a livello geografico, settoriale o dimensionale (integrazione verticale o orizzontale) ed in quest'ottica, il disinvestimento diventa un modo per ottimizzarla rimediando ad un'allocazione inefficiente delle risorse aziendali. La *Resource Based View Theory* (Jay Barney) basa l'analisi, invece, su una prospettiva interna all'organizzazione. Rappresenta l'impresa in funzione di ciò che ha e di ciò che è in grado di fare: risorse e competenze, rispettivamente. Il vantaggio competitivo lo si ottiene, pertanto, non imitando i propri *competitors*, bensì facendo leva sul proprio patrimonio di risorse/competenze distintive e sul loro continuo rinnovo. La *Divestiture Strategy* si configura proprio come lo *strategic tool* per riconfigurare questo patrimonio interno, garantendo sempre più coerenza tra portfolio di attività in essere e gli obiettivi di lungo termini definiti in sede di pianificazione strategica.

Un altro modo di classificare il disinvestimento è in funzione dell' *attività* oggetto di eliminazione. In questo modo può essere approssimato all'operazione inversa dell'*investimento*. Se quest'ultimo è un momento chiave dell'attività aziendale, in quanto si decide di crescere, di dotarsi di nuova capacità produttiva e di impegnare (*commitment*) le risorse e la gestione per un certo periodo di tempo, sicuramente non breve, il disinvestimento elimina tutto o parte l'oggetto del precedente investimento. Si può cedere infatti, un singolo asset, uno stabilimento, o un'intera divisione. Il disinvestimento viene associato ad una manovra correttiva, con la quale vengono messe

sul mercato attività non più coerenti con il portafoglio di business dell'impresa (Capron, Mitchell, Swaminathan, 2001).

L'analisi dal solo lato dell'oggetto disimpegnato non offre una visione completa di questa strategia; bisogna tener presente anche l'effetto che questa scelta ha sulla *posizione strategica* dell'impresa. Abbiamo detto precedentemente che il disinvestimento non è necessariamente totale, ma può riguardare anche solo una parte dell'area d'affari. Quindi può realizzarsi un: *disinvestimento in senso stretto o in senso lato*. Con il primo, il management decide di uscire totalmente da un certo mercato o ne ridimensiona la sua presenza (la capacità produttiva viene ridotta o annullata). In questo caso la logica è quella di ridimensionare, temporaneamente o meno, la propria presenza in una certa area d'affari. L'impresa può optare anche per una sola riorganizzazione aziendale, ed è quello che avviene seguendo la seconda logica strategica. Guidati da logiche di decentramento produttivo (esternalizzazione delle attività eliminate presso altre unità) o di innovazione tecnologica per recuperare efficienza (minore impiego di unità, input, a parità di output), il management propone un "rilancio" dell'impresa su quel mercato ma con una nuova configurazione produttiva²⁵.

Proprio in questa seconda accezione, il disinvestimento assume un connotato "positivo" di vera e propria scelta strategica. La dottrina aziendale lo ha, infatti, sempre trattato come un'alternativa obbligata per tutte quelle organizzazioni che hanno problemi di performance, di redditività ed efficienza. Pertanto la cessione totale dell'asset non più core appariva come la soluzione migliore per risollevare le sorti dell'impresa. Il disinvestimento veniva considerato, dunque, come l'operazione inversa dell'investimento, utile per rimediare ad un "fallimento" della gestione. Recentemente, al contrario, viene fatto emergere l'importanza che questa strategia ha al pari delle altre nel sostenere la competitività sul mercato. Diventa un scelta ponderata e deliberata dai vertici aziendali per sfruttare meglio le risorse in conformità con i vincoli e le opportunità dell'ambiente esterno (Berry, 2010).

Un ultimo modo per raccontare del disinvestimento è in funzione della *modalità* o meglio del *tempo* con la quale questo si realizza. Si parla di disinvestimento *rapido*

²⁵ Baccarini C., Brunetti F., *le scelte strategiche di disinvestimento*, Milano 1997.

quando avviene con l'eliminazione immediata dell'attività non core. È spesso una scelta definitiva ed irreversibile, dettata da esigenze strutturali (crisi aziendali) che richiedono un'esecuzione più rapida possibile²⁶. Quando l'obiettivo è quello di ridefinire il portafoglio di business, allora si opta per una "*mietitura*": tempi lunghi per il completamento della strategia per massimizzare i flussi di cassa dell'investimento in essere. Il disinvestimento è spesso parziale o comunque non irreversibile, perché la casa madre tende a mantenere dei legami con l'unità disinvestita per beneficiarne delle performance (Moschieri, 2011).

2.1.1. *Perché disinvestire.*

La scelta può nascere da un vasto numero di ragioni, che vanno da una performance insoddisfacente, a conflitti d'agenzia interni, dalla necessità di armonizzare i business intrapresi tra di loro, fino alla richiesta di soggetti esterni all'impresa (es. decreto governativo o nuova regolamentazione). Sulla base, poi, della motivazione che ha spinto a disinvestire, verrà definita la modalità più appropriata di esecuzione.

Per analizzare bene le determinanti, ricordiamo che l'organizzazione aziendale non è un ente *stand-alone*, ma è inserito, e con esso è in stretta correlazione, all'interno di un settore e di un contesto ancora più grande che è composto dalle Istituzioni. Questo vuol dire che esistono fattori sia interni che esterni che influenzano le decisioni aziendali, qualunque esse siano. Risorse, ambiente competitivo ed istituzioni, sono le tre dimensioni su cui qualunque strategia aziendale poggia.

- Partendo dall'esterno, il primo grande ordine di motivi è dato dal *contesto sociale* in cui l'impresa si trova operare. Un ambiente troppo incerto disincentiva ad investire e specularmente può essere una spinta ad allontanarsi da quel mercato. Una forza ancora maggiore è data però da quelle strutture sociali che condizionano le azioni che possono essere intraprese: le istituzioni. Secondo la *teoria aziendale delle istituzioni* (Lewis, 1995; Myrdal 1968; Sen 1981; Solow 1994), le imprese tendono a conformarsi a leggi, regolamenti, ideologie e valori

²⁶ K.R. Harrigan, Strategie d'impresa nei settori maturi, Milano 1990.

condivisi dell'ambiente esterno per essere considerate legittime²⁷. Queste "pressioni" impattano sulle modalità con cui il disinvestimento potrà realizzarsi. La teoria distingue tra istituzioni formali e non, quest'ultimi scindibili in vincoli normativi e cognitivi²⁸. Andando in ordine, le prime (ad esempio i Governi Nazionali) sono quelle che influenzano direttamente le politiche aziendali tramite l'emanazione di leggi e regolamenti, meccanismi di sorveglianza e sanzioni. Quando viene meno l'obiettivo ultimo aziendale di massimizzare il valore degli azionisti, il management è incentivato a disinvestire per recuperare credibilità e valore. Contemporaneamente, tali norme possono anche ostacolare la transazione se va a discapito degli interessi di tutti gli stakeholders dell'impresa. Le istituzioni informali (organizzazioni non governative), particolarmente rilevanti in quei contesti in cui il peso degli enti governativi è debole, impattano sul comportamento aziendale attraverso un sistema di valori, aspettative (istituzioni normative) e di assunzioni condivise (istituzioni cognitive) che guidano le decisioni manageriali. Queste definiscono l'identità dell'impresa ed indirizzano le scelte strategiche in modo da mantenere coerente tale identità. Il disinvestimento dunque diventa un modo per conformarsi a quello che viene considerato un appropriato comportamento aziendale.

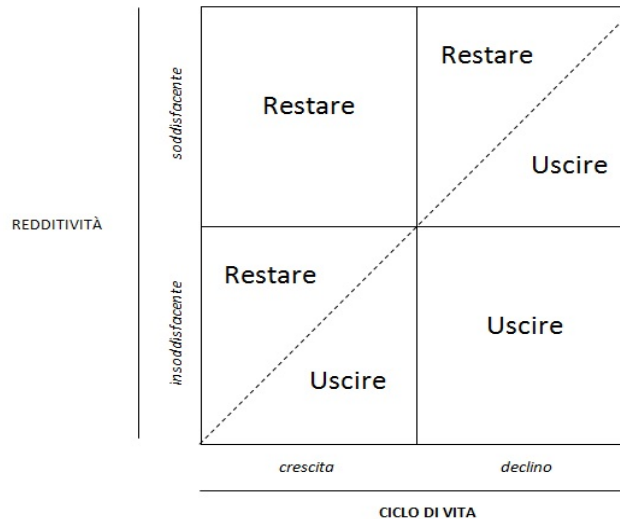
- Restringendo il campo d'azione, il secondo ordine di motivi che può portare alla decisione di disinvestire è rappresentato da fattori settoriali, come il tasso di crescita, la concorrenza interna (Baccarini, Brunetti, 1997). In finanza, d'altronde è tutto relativo e qualunque indicatore o parametro assunto deve essere valutato in funzione di un benchmark. Per definire infatti la redditività aziendale come soddisfacente bisogna tener presente di quella ottenuta dai propri competitors e delle dinamiche settoriali. È indispensabile un'analisi congiunta di fattori interni ed esterni all'organizzazione per evitare di avere una visione distorta della situazione. La scelta di disinvestire è più frequente, infatti, quando ci si trova in mercati maturi o saturi, perché sarà maggiore la concorrenza

²⁷ Peruffo E., Gentili S., Perri A., Verso una cultura del disinvestimento: Efficienza, Superiorità e Conformità, 2014.

²⁸ Poma L., Istituzioni formali ed informali e mutamento istituzionale;
<http://www2.dse.unibo.it/wp/293.pdf>

interna e minore la performance ottenibile. Combinando lo stadio del ciclo di vita del settore con la redditività dell'impresa, è possibile costruire una matrice che analizza tutte le strategie adottabili nelle varie situazioni (Figura 1).

Figura 12 Matrice dei disinvestimenti.



Fonte: elaborazione su K.R. Harrigan e M.E. Porter

Nel quadrante in alto a sinistra (redditività soddisfacente e settore in crescita), le spinte al disinvestimento sono pressoché nulle. Non esistono motivi, salvo casi particolari, che inducano il management a rivedere la propria presenza nel mercato. Completamente opposta è la situazione del quadrante in basso a destra (mercato maturo ed in declino, redditività insoddisfacente). È questa la situazione che più di tutte spinge a questo genere di transazioni, vista non soltanto la scarsa performance aziendale ma soprattutto le scarse possibilità di sviluppo del settore.

I due quadranti intermedi sono invece i più particolari, in cui non è possibile individuare una ragione univoca, ma molto dipende dalla valutazione che le imprese fanno della specifica situazione in cui si trovano. Ad esempio nel caso di prospettive di crescita settoriali e scarsa redditività (quadrante in basso a sinistra), l'impresa deciderà di uscire solo se ritiene di non poter risollevare la propria performance in quel business. Nella parte in alto a destra della matrice invece, la scelta di disinvestire o meno sarà solo in funzione della valutazione sulle prospettive future del settore.

- Arrivando alla dimensione interna all'azienda, il terzo ordine di motivi è dato dalle caratteristiche strutturali dell'organizzazione aziendale. Un elevato livello di indebitamento o l'affermarsi di una crisi aziendale sono motivi validi che spingono a disinvestire per recuperare competitività e a volte può risultare anche utile per risolvere, almeno in parte, il problema della crisi. Un'altra ragione può derivare dalla carenza di alcune risorse interne, prima fra tutte la *risorsa imprenditoriale*. Questo si verifica principalmente nella fase di ricambio generazionale se non si riesce a trovare una figura con lo stesso carisma e bravura del precedente. Situazione tipica in Italia dove è prevalente la coincidenza tra proprietà e controllo. Un'altra risorsa rilevante è quella *tecnologica*. Quando l'impresa non è in grado di adeguarsi ai nuovi standard o le innovazioni apportate dai concorrenti sono protette e non imitabili, probabilmente sarà destinata ad uscire dal mercato. A volte quindi scegliere la strada del disinvestimento, può risultare la migliore per evitare perdite future. Da ultimo la risorsa *fiducia* non va sottovalutata. È quel patrimonio di credibilità sia verso gli attori interni che esterni all'organizzazione che permettono alla stessa di instaurare relazioni con tutti gli interlocutori. Questo patrimonio deve essere costantemente alimentato, perché è grazie a questo che l'attività aziendale è potuta iniziare e può proseguire. L'importanza di questa risorsa emerge soprattutto nei momenti di crisi, rendendo possibile processi di risanamento. Il disinvestimento, dunque in questi termini, serve a recuperare quella credibilità persa e la capacità di soddisfare le attese dei vari *stakeholders*.
- Infine, l'ultimo sistema di motivazioni sono legati alle caratteristiche della singola unità di business e ad alla deliberata volontà di cambiare orientamento strategico. I vertici aziendali possono decidere di *ridefinire il portafoglio di business* per recuperare efficienza. Quest'ultima si verifica quando tutte le risorse a disposizione dell'azienda sono convogliate presso quelle unità che hanno maggiori possibilità di investimento. In questa accezione il disinvestimento assume una connotazione di "normalità": le imprese, soprattutto multi-business, sono alla costante ricerca di nuove opportunità e tendono a cedere quelle unità non soddisfacenti in termini di risultati e prospettive. Un'altra situazione è rappresentata dalla volontà di *rifocalizzarsi sul core business*. Disinvestire diventa dunque utile per ricreare un'identità

aziendale più coerente con il profilo strategico della stessa, riuscendo a ridurre anche le asimmetrie informative esistenti tra impresa e mercato. Imprese eccessivamente diversificate (società conglomerate) non sono ben viste dal mercato, in quanto lo stesso non è in grado di darne una valutazione corretta. In caso di carenza di informazioni al riguardo, il mercato tenderà ad applicare uno sconto maggiore in fase di valutazione, per proteggersi dall'eventuale *adverse selection*²⁹. Ai fini di una corretta valutazione da parte del mercato, le imprese sono spinte a disinvestire quelle realtà più marginali e convogliare risorse manageriali, finanziarie, produttive, nei settori core dell'azienda. È in parte quello che sta accadendo nel settore del credito; le banche necessitano di rifocalizzarsi sulla loro *mission* attraverso un'operazione di *delevering e de-risking dell'attivo*. Il calo di fiducia, la scarsa trasparenza dei loro bilanci fino a qualche tempo fa', ha impattato e peggiorato la valutazione che il mercato le assegnava, incrementando anche il *price gap* tra valore contabile e commerciale di quegli assets che dovrebbero essere venduti per ridurre queste asimmetrie informative, e per migliorare le proprie performance. Un'altra deliberata scelta dei vertici aziendali, deriva dalla necessità di disporre di liquidità; in questi casi più che di cessione si parla di liquidazione delle unità di business, degli assets, o dell'impresa nel suo complesso. L'obiettivo è quello, dunque, di *monetizzare l'investimento*.

2.1.2. Vincoli.

Un argomento chiave in tema di disinvestimento è l'analisi di tutte le barriere che ostacolano questo genere di transazioni. Questi impedimenti emergono in due momenti diversi della vita aziendale: inizialmente nella fase di delibera e successivamente nella fase di attuazione della stessa³⁰. In un primo momento ciò che blocca è il timore nei

²⁹ Adverse Selection o Selezione Avversa, è in microeconomia una forma di comportamento opportunistico pre-contrattuale, tale per cui la modifica delle condizioni contrattuali crea una selezione delle controparti sfavorevole per la parte che ha variato i termini del contratto a suo vantaggio.

³⁰ Baccarini C., Brunetti F., *Le scelte strategiche di disinvestimento*, Milano, 1999

confronti del disinvestimento, successivamente potrebbero esserci delle vere barriere tecniche a rendere difficoltosa la transazione (ad esempio costi elevati, o la mancanza di acquirenti). È comunque la prima la più difficile da superare e quella che più gioca sulla riuscita della strategia. Le barriere all'uscita possono essere categorizzate in:

- *Sociali*: queste esistono per la natura stessa di *soggetto sociale* che l'impresa ha. In considerazione di ciò ogni decisione aziendale deve essere presa in conformità, o comunque tenendo in considerazione i diversi interessi di una pluralità di soggetti con cui entra in contatto (*stakeholders*). La contrazione dell'attività aziendale incontra molto spesso l'opposizione di almeno una parte di questi soggetti che la percepiscono come una minaccia per i loro "interessi" sul business. A volte però, il disinvestimento risulta una strategia utile anche per rivedere i rapporti con i vari *stakeholders* e ricostruire delle basi condivise.
- *Strategiche*: rientrano in questa categoria tutti gli aspetti legati alle interdipendenze dei business, e all'importanza strategica di questi. Se si considera il disinvestimento come la forma inversa dell'investimento, allora con il primo non si fa altro che ridurre quei benefici (ad esempio le *sinergie*) che avevano incentivato la scelta precedente di entrare in un certo mercato. L'*immagine* aziendale è un altro forte vincolo strategico ed è, come vedremo nei prossimi paragrafi, particolarmente importante per la vita di una banca (il sistema bancario è fortemente interconnesso al suo interno, ed un calo di fiducia nei confronti anche di un solo istituto di credito ha ripercussioni anche sul resto del sistema. Le banche vivono molto sulla reputazione della propria azienda e qualunque decisione strategica deve fare i conti con questo aspetto). Il disinvestimento, in prima battuta, può essere interpretato come scelta obbligata e quindi come sintomo di debolezza interna. Guardando meglio, però, la stessa strategia riesce a far recuperare credibilità, se attuata in maniera tempestiva e in modo tale da evitare ulteriori perdite future. Ovviamente una corretta strategia di comunicazione deve essere portata avanti di pari passo con la cessione, per garantire che l'operazione venga adeguatamente valutata e apprezzata da tutti gli interlocutori esterni in merito alle finalità e modalità adottate.

- *Tecniche ed Economiche*: comprendono tutti gli elementi strutturali della singola attività oggetto di disimpegno. L'asset o l'attività può essere talmente specifico, che è difficile da convertire o da adattare ad altre produzioni. Lo stesso dicasi se esiste una stretta correlazione tra i vari processi aziendali, che rendono onerosa una sua dismissione. Tra le barriere economiche ve ne è una che, più di altre, rischia di non far concludere la transazione: è quella inerente al valore di realizzo della cessione. Un probabile gap di prezzo tra le aspettative del cedente e il valore ritenuto equo dall'acquirente, frutto anche di asimmetrie informative, rischia di compromettere il disinvestimento.
- *Psicologiche*: sono le barriere più pericolose in merito; perché sono quelle che frenano l'assunzione della decisione stessa. Sono spiegate dal legame affettivo con l'azienda (tipico dell'Italia dove sono quasi tutte imprese familiari), dall'idea di sconfitta manageriale e dal fatto che ci sia spesso coincidenza tra chi deve assumersi la responsabilità della decisione e chi ne deve subire gli effetti.

2.1.3. *Risultati e modalità.*

Analizzate le ragioni e gli ostacoli principali che caratterizzano la scelta strategica di disinvestire, è importante trattare quali sono le modalità più usate e quali sono i *key drivers* per una buona riuscita dell'operazione.

Uno studio pubblicato da Harvard Business Review³¹, mostra come il trend delle operazioni di *Merger & Acquisition* sia strettamente correlato con l'andamento dell'economia. Nei momenti di euforia dei mercati le operazioni di acquisizione aumentano considerevolmente; le imprese tendono ad assecondare il ciclo economico e si fanno trasportare da questo. Ogni organizzazione aziendale ha le sue ragioni per comprare o vendere un business, un asset o un'intera compagnia, ma spesso sembra che queste scelte vengano prese al di là della motivazioni economiche-finanziarie. Allo stesso modo, quando l'economia tende a contrarsi le aziende iniziano a vendere i propri assets. Sarebbe interessante notare, invece, come i migliori risultati di queste

³¹ Stibel Jeff, *Don't Divest Just because the Economy is Rotten*, Harvard Business Review, 18 Febbraio 2011

transazioni avvengono proprio a cicli invertiti. Non risulta conveniente vendere un asset quando si ritiene che le condizioni economiche abbiano toccato il punto più basso, perché inevitabilmente anche la valutazione dell'asset ne risente negativamente. In queste fasi del ciclo economico, infatti, la maggior parte delle aziende sono alla costante ricerca di asset sottovalutati, e chi vuole, o è costretto a vendere, deve accettare condizioni più svantaggiose e performance più basse delle aspettative. Con questo si vuole dire che il *Timing* è un fattore chiave di riuscita dell'operazione. È importante capire e avere il coraggio di riconoscere il momento adatto per vendere, ovvero quando si crede che il valore dell'attività oggetto di disimpegno non possa più crescere, o non si hanno più le competenze per sostenerlo, e dalla cessione è possibile ottenere il massimo risultato auspicabile.

Il problema principale è nell'*approccio*. Pensare al disinvestimento come attività speculare all'investimento aiuterebbe; mentre invece, anche da parte del *top management*, viene posta sempre poca attenzione. Solo in situazioni di crisi aziendale e necessità di ristrutturazione, si applica un approccio sistemico al problema, ragionando su cosa sia conveniente tenere in portafoglio e cosa invece dismettere.

Per garantire un'ottima performance, le aziende dovrebbero guardare a ciò che loro sanno fare (*core competences*), non alle condizioni di mercato e/o economiche, e sulla base di ciò stabilire cosa non contribuisce al raggiungimento del loro vantaggio competitivo. Andrebbero dismessi solo gli asset non core, ovvero quelli che non "fittano" bene con il portafoglio dell'impresa e non solo perché sono sottoperformanti. Ponendo la giusta attenzione sulla questione si otterrà una migliore riorganizzazione strategica del portafoglio e un prezzo in linea con le aspettative di realizzo.

Assunta la decisione, il management ha essenzialmente tre opzioni per mettere in gioco la transazione³². La prima è una cessione vera e propria. Il *sell-off*³³ che è per l'impresa un modo per riorganizzarsi raggiungendo una rifocalizzazione sul core business. Viene trasferita la proprietà di una parte d'impresa, o di un suo asset, ad un soggetto terzo. Quest'ultimo può essere un'altra impresa, un fondo, oppure una Unit-Management buyout. È in genere la più redditizia tra le modalità di cessione perché il venditore, in

³² Thompson Tim, *Sell offs, Spin offs, carve outs, and tracking stock*, Corporate Restructuring

³³ <http://www.lifeyourbrand.it/advisory/company-sell-off/>

contropartita, riceve principalmente denaro. A volte è possibile trovare una valuta diversa, come il pagamento in azioni oppure una combinazione tra queste e la cassa. Risultati empirici hanno evidenziato come la probabilità di un *sell-off* è negativamente correlata con la performance dell'impresa, mentre lo è positivamente con il livello di debito ed il numero di business gestiti. L'effetto desiderato con questa scelta, è quello di risolvere un'eventuale crisi finanziaria, o di ricreare una maggiore coerenza interna tra i business anche ai fini di una valutazione migliore da parte del mercato.

Una seconda alternativa è lo scorporo o *spin-off*³⁴. È una separazione dei business e l'assegnazione di questi ad un soggetto terzo ottenendo, in contropartita da quest'ultimo, azioni di nuova emissione. La scorporante, dunque, conferisce un ramo aziendale o l'intera società ad un ente conferitario (impresa esistente o di nuova emissione) ottenendo azioni di questo emesse con un aumento di capitale sociale. Da un punto di vista contabile, cambia la natura degli asset in portafoglio della scorporante: da operativi a finanziari (partecipazione). Una piccola variante sul tema è lo *split up*: uno scorporo multiplo; vengono separati e conferiti diversi rami aziendali a differenti società conferitarie. Tramite lo scorporo si vuole riconoscere maggiore flessibilità strategica alla parte conferita riconoscendole un'autonomia giuridica. Se il *sell-off* è la tecnica più redditizia, lo *spin-off* è quella che crea maggior valore. Questo accade essenzialmente per la riduzione delle asimmetrie informative tra impresa e mercato: la separazione e l'autonomia giuridica della quota dismessa richiedono la pubblicazione di maggiori informazioni sul business disinvestito; la maggior trasparenza viene apprezzata dal mercato che ricambia con un eventuale rialzo del prezzo delle azioni. Un lato negativo riguarda i creditori della scorporante che per effetto dello scorporo potranno rivalersi su un attivo minore.

Da ultimo è realizzabile l'*Equity Carve Out* o detto anche *Partial IPO*³⁵. È così chiamata perché prevede il conferimento di un ramo aziendale ad una SPV (Special Purpose Vehicle) destinata alla quotazione in borsa. L'obiettivo è quello di ottenere delle risorse finanziarie tramite la vendita sul mercato dei titoli azionari della conferitaria. Il denaro ottenuto può rimanere alla SPV oppure trasferito alla conferente tramite riacquisto

³⁴ <http://www.investopedia.com/terms/s/spinoff.asp>

³⁵ <https://www.macabacus.com/restructuring/equity-carve-outs>

azioni proprie e/o distribuzione dei dividendi. Cosa si cerca di ottenere con questa modalità? Prima di tutto finanziare un ramo d'azienda che non si è in grado di supportare; permettere poi di cedere una realtà aziendale che è difficile da scorporare perché non se ne trova un acquirente o non si riesce a realizzare un prezzo equo. Anche con *l'equity carve out* si riesce a far emergere il valore dell'attività scorporata, riducendo le asimmetrie informative aumentando la trasparenza.

2.2. Disinvestire nel settore del credito bancario.

Abbiamo prima analizzato sul piano teorico in cosa consista la strategia di disinvestimento, quali sono le cause ed i vincoli alla realizzazione di tale operazione, ora si cercherà di applicare quanto detto al settore bancario.

Le banche sono una categoria particolare di impresa: imprese private che operano come intermediari finanziari, raccogliendo capitale da chi ne ha in surplus per distribuirlo a chi è in deficit e ne necessita per la propria attività. Possono essere, dunque, considerate imprese di produzione, in quanto trasformano, a proprio rischio e in maniera sistematica, i fondi raccolti nel lato destro dello stato patrimoniale in impieghi creditizi. Sono anche imprese di servizi, in quanto sempre più erogano ogni altra attività connessa e strumentale a quella principe, come ad esempio: i servizi di pagamento, di consulenza, ecc. A garantire la natura d'impresa dell'attività bancaria è l'art 10 TUB comma 1, mentre il comma successivo ne definisce l'unicità e la riservatezza alla sole banche (enti autorizzati a svolgere l'attività bancaria)³⁶. Ai sensi del Testo Unico Bancario, condizione necessaria e sufficiente affinché si abbia attività bancaria è la co-presenza della funzione creditizia e monetaria. In questi termini la Banca si differenzia dalle altre categorie di imprese; infatti mentre l'attività di concessione del credito può essere svolta anche da altri operatori, l'attività monetaria, ovvero quella di far accettare i depositi (il passivo

³⁶³⁶ Art 10 Testo Unico Bancario, Attività Bancaria:

- 1. La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa.*
- 2. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche.*
- 3. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge*

della banca) come mezzo di pagamento, è una prerogativa di questi intermediari. Di fatto l'attività core dell'istituto di credito, si realizza attraverso un'importante gestione e trasformazione dei rischi: la banca riduce, infatti, il rischio a cui sarebbe esposto il soggetto in surplus di risorse se dovesse prestarli direttamente ai soggetti in deficit. La banca, pertanto, nella sua piena natura di *merchant bank*, applica un modello di gestione del tipo: *originate to hold*, ovvero mantiene in bilancio il rischio assunto dall'attività di credito, senza trasferirlo ulteriormente. Sulla base di ciò la situazione attuale delle banche italiane non è delle migliori. Un Business model molto tradizionale, lo scoppio della crisi ed il suo impatto sull'economia reale, la nuova regolamentazione di vigilanza, hanno contribuito ad aggravare il problema dei crediti non performing. Lo stato di salute degli istituti di credito italiani ha anche attirato l'attenzione del Fondo Monetario Internazionale, a dimostrazione di come sia indispensabile una loro tempestiva gestione per la ripresa del mercato del credito, ed indirettamente dell'economia in generale. Basta pensare che la categoria peggiore degli NPL's, quella delle sofferenze, è in Italia quattro volte superiore alla media Europea. Nel resto del Vecchio Continente, d'altra parte, si è intervenuti in tempo sulla questione ed oggi se ne iniziano a vedere i risultati. In Italia, invece, si è sempre rimandato l'argomento senza affrontarlo con le dovute precauzioni. Nei paragrafi precedenti, è stato infatti spiegato come il *timing*, sia un fattore cruciale per la riuscita di una strategia di disinvestimento. La regola chiave è quella di approcciarsi al disinvestimento, non quando si è obbligati ad attuarlo come ultimo rimedio, bensì quando se ne può trarre il maggior valore dall'asset ceduto. Un caso virtuoso sul tema è la Spagna: ne ha riconosciuto la gravità fin da subito e ha posto rimedio attraverso la creazione di una Bad Bank nazionale, ed oggi cominciano ad emergere i primi risultati. I dati evidenziano una riduzione dei *distressed assets* spagnoli a euro 167.4 billions, ed il rapporto delle sofferenze che in termini percentuali è sceso dall'11.38% al 10.44%.

Quello che si vuole analizzare è il perché è giunto il momento di intervenire, per il sistema creditizio italiano, con una forte operazione di *deleveraging*, e allo stesso tempo quali sono i vincoli che hanno impedito fino ad ora uno sviluppo di un mercato in tal senso. Ma prima, bisogna capire cosa è considerato come *asset no core* dagli istituti di credito, ovvero cosa è oggetto di disimpegno di questi.

2.2.1. Cosa disinvestire: Non Performing Loans.

La circolare n. 272 del 30 Luglio 2008 di Banca d'Italia, definisce i *Non Performing Loans* come: “*crediti problematici, di difficile riscossione e recupero*”. La mission dell'azienda bancaria non è la gestione di tali strumenti, bensì quella di fare da intermediario finanziario nell'attività di trasformazione delle fondi depositati in attività creditizia. L'attività di *lending* è un processo complesso, che è incentrato sul concetto di credito: obbligo per il concessionario di ripagare la quota capitale e le relative quote interessi alla banca creditrice. Gli assets non performing, sono invece legati al concetto di *Credit Risk*: la probabilità, che il debitore diventi insolvente prima della scadenza del prestito e non sia in grado di ripagare capitale ed interessi.

Per molto tempo non si è dato peso, neanche in letteratura, a questo genere di fenomeno, viste le sue ridotte dimensioni. Negli ultimi anni, invece, con il continuo peggiorare della qualità del credito, anche a seguito della crisi finanziaria, è aumentata la necessità di fare ricerche su questo fronte: come prevenire, come gestire e come attivare un mercato ad *hoc* dei NPL's.

Nel linguaggio bancario i non performing loans sono anche denominati crediti deteriorati; questi vengono evidenziati e separati dai cosiddetti crediti *in bonis*, ovvero quelli che non presentano alcun tipo di criticità. L'obbligo di compiere questa distinzione serve alla banca per sorvegliare la propria posizione di rischio e a assumere le adeguate precauzioni. Motivo ulteriore è la richiesta di Banca d'Italia di dare segnalazione periodica (mensile) alla Centrale Rischi (CR): un archivio informatico che offre informazioni sull'indebitamento di ogni debitore verso il sistema creditizio in generale. I crediti segnalati in CR sono quelli di importo superiore a 30.000 euro e tutti quelli passati in “sofferenza”. In questo modo si vuole sorvegliare il rischio di credito a livello sistemico, migliorare l'attività di lending dell'intermediario, garantire una valutazione migliore della clientela e della qualità del credito stesso.

I parametri per valutare un credito come deteriorato sono due: i “ritardi” nei pagamenti, e la “probabilità di default” della controparte. In merito al primo punto, diverse fonti

sono d'accordo nel considerare come punto di partenza un periodo di tempo di 90 giorni. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, o l' Institute of International Finance, o altri autori (come Louzis, Vouldis e Metaxas), la qualifica di credito non performing scatta nel momento in cui il cliente debitore non rispetta più la sua obbligazione e non compie i relativi pagamenti per 90 giorni o più dalle rispettive scadenze.

Ovviamente esistono diversi livelli di NPL's, che ne identificano una diversa gravità. Banca D'Italia³⁷ riconosce quattro categorie, in ordine crescente di rischio:

- **Crediti scaduti e/o sconfinanti:** sono esposizioni per cassa o "fuori bilancio", che sono scadute da oltre 90 giorni e non sono classificate nelle altre categorie di NPL's;
- **Crediti Ristrutturati:** esposizioni per cassa o "fuori bilancio", per le quali la banca, da sola o in *pool*, ne ha modificato le condizioni originarie del prestito a favore della controparte e meno per la banca che ne ha subito una perdita. Questa scelta è dettata sicuramente da un deterioramento della condizione finanziaria del debitore, che ha potuto richiedere un riscadenzamento dei termini del prestito o una riduzione del tasso di interesse, ecc;
- **Incaglio:** esposizioni per cassa o "fuori bilancio" verso controparti che versano in una situazione di difficoltà oggettiva ma temporanea, che si ritiene cioè possa essere superata in un congruo periodo di tempo. Si considera **incaglio tecnico**, quando il ritardo dei pagamenti supera i 270 giorni.
- **Sofferenze:** esposizioni per cassa o "fuori bilancio" verso controparti che versano in uno stato di insolvenza o in situazioni simili, anche se non accertati giudizialmente, indipendentemente dalla previsione di perdita della banca o delle garanzie presenti.

Ovviamente l'ultima categoria di NPL's è la più rischiosa e non è legata ad un periodo di tempo preciso, bensì alla condizione che l'intermediario non ritenga più la situazione di difficoltà come temporanea. La riscossione non è più certa e ci si muove per il recupero

³⁷ Banca d'Italia, La recente analisi dei prestiti deteriorati condotta dalla Banca d'Italia: principali caratteristiche e risultati, Allegato 1: *Classificazione crediti deteriorati secondo la regolamentazione italiana*, 2013.

del credito. La prima azione della banca è la revoca della linea di fido. Il passaggio a sofferenza, pertanto, può essere, come spesso accade, l'ultimo step dei vari livelli di NPL's, ma potrebbe anche risultare come passaggio immediato senza passare per le categorie interne. È comunque la categoria di crediti deteriorati più rischiosa e a fronte di ciò gli intermediari accantonano delle riserve specifiche in proporzione alla condizione del rischio. Nella categoria incagli, le banche prevedono sempre degli accantonamenti a riserva ma saranno di ammontare inferiore rispetto ai precedenti.

Da come è emerso già nel primo capitolo, non si può non tenere in considerazione il contesto europeo. Dal 30 Settembre 2014 è entrata in vigore una definizione armonizzata di *posizioni deteriorate* ed *in bonis*, con la finalità di eliminare l'eterogeneità in materia presente in Europa e facilitare l'instaurazione del Sistema Unico di Vigilanza. Le definizioni emanate dall'EBA sono piuttosto in linea con quelle italiane, che anzi si dimostrava essere il paese più severo nel trattare le esposizioni non performing. L'EBA chiarisce, che il principio alla base dell'esistenza dell'NPL's è *l'unlikely to pay*. Indipendentemente dalle garanzie rilasciate, e delle quote scadute, l'esposizione entra nella categoria NPL's nel momento in cui il debitore versi in una situazione tale da far temere alla banca che il prestito non possa essere più onorato. Unitamente a ciò, se il credito è scaduto da più di 90 giorni, smette di essere considerato *in bonis*. L'EBA compie un'altra specificazione; come già in Italia, le esposizioni scadute verso la stessa controparte possono essere contabilizzate con l'approccio per debitore o per transazione. Il primo è sempre richiesto nel caso in cui il *borrower* sia un *Institutions* o *Corporate* di grande dimensioni. La differenza sta nel fatto che, mentre nel metodo per transazione, la sola linea di credito viene contabilizzata come deteriorata, nell'altro caso (per debitore) tutte le esposizioni verso quella controparte verranno inserite nella *Non Performing Exposures* (NPE). Sarà obbligatorio passare all'approccio per debitore qualora l'esposizione scaduta superi il 20% del totale delle esposizioni per cassa verso la stessa controparte. In Italia vigeva una normativa meno rigida: la soglia da superare era il 10 %, ma nel calcolo entrava solo la quota scaduta e non l'intero affidamento. Sempre in Italia, tali *bad loans* (escluse le sofferenze) continuavano a maturare interessi, contribuendo ad accrescere il totale degli NPL's, al contrario del resto del continente in cui l'*impairment* delle attività finanziarie fa cessare di produrli. L'European Banking Authority, ha introdotto le *forbearance* come una nuova classe di NPE: "...*forbearance measures are contracts the terms of which the debtor is considered unable to comply*

with due to its financial difficulties so that the institution decides either to modify the terms and conditions of the contract to enable the debtor to service the debt or to refinance, totally or partially, the contract. Refinancing refers to the use of contracts to ensure the total or partial payment of other contracts the current terms of which the debtor is unable to comply with”(EBA,2014). Sono dunque tutti quegli affidamenti che hanno ottenuto una *concessione* da parte della banca, e che Banca d'Italia definisce come *posizioni ristrutturate*, ossia quelle partite creditizie che hanno subito una rivisitazione dei termini originari a favore del debitore. Banca d'Italia nel considerarle come partite ristrutturate già le trattava come esposizioni problematiche al contrario degli altri paesi europei. A fronte di ciò l'EBA fu costretta ad intervenire per garantire omogeneità e distinse i crediti oggetto di concessione in *performing e non*, e solo quest'ultima verrà inserita nella classe NPE. Anche in questo caso dunque, Banca d'Italia già era in linea con il dettato europeo e su certi aspetti si dimostrava ancor più severa. Per poter uscire, infatti, dalla classe *non performing forbearance*, Banca d'Italia richiede che siano trascorsi almeno due anni dalla ristrutturazione del prestito e che vi sia una delibera dei vertici aziendali che attestino il ritorno alla solvibilità. Per l'Europa, invece, questa dichiarazione non è necessaria, bensì è sufficiente che sia trascorso un anno dall'accordo e sia venuto meno il rischio di insolvenza. Più precisamente l'EBA specifica³⁸:

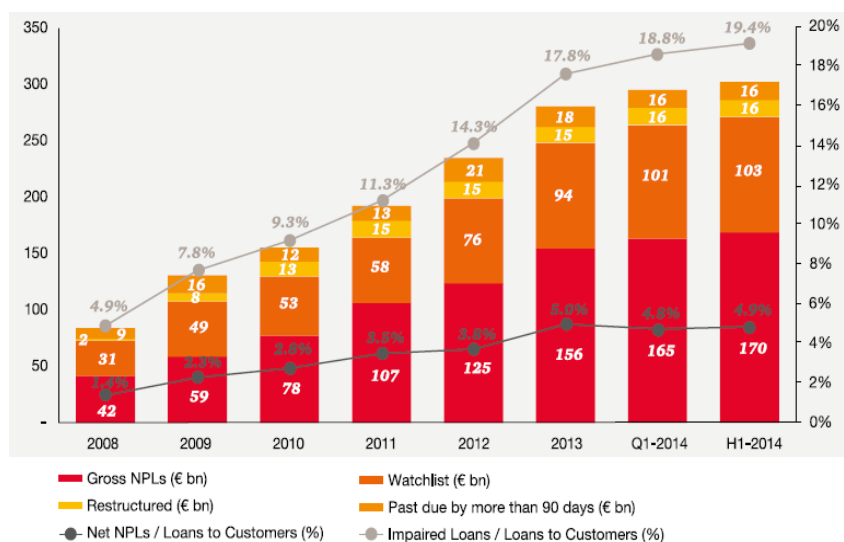
- *Forbearance non performing*: corrisponde all'italiano credito ristrutturato. Compare con questa dicitura a fronte della “concessione” data dalla banca creditrice, e per poter passare alla categoria che segue deve trascorrere almeno un anno;
- *Forbearance performing*: sono quei crediti usciti dalla categoria precedente, ma per poter essere completamente considerati senza rischio e quindi trasferirsi nella categoria *in bonis*, devono trascorrere almeno due anni (*probation period*).

Quindi da un punto di vista contabile, dopo l'accordo di ristrutturazione, per il primo anno la partita creditizia comparirà come non performing della categoria forbearance; al

³⁸ Cfr. Il riquadro: *La definizione di esposizioni deteriorate (non-performing) e oggetto di concessioni (forbearance) nelle regole EBA nell'Asset Quality Review, in Rapporto sulla Stabilità finanziaria, n°1, 2014.*

termine, se è venuto meno il rischio di insolvenza può uscire da questa sottocategoria ed essere considerata performing, ma sempre come *forbearance*. Al termine del *probation period*, se sussistono tutte le condizioni, l'esposizione verrà classificata come performing (in bonis), senza richiedere alcune riserve a fronte.

Figura 13 crescita NPLs



Fonte: PwC,

January 2015

La provenienza di questi crediti deteriorati è diversa, e questa diversità impatta sulla loro facilità o meno di dismissione. La clientela bancaria è composta dai segmenti retail, corporate/SME (small-medium enterprise), istituzioni. I finanziamenti concessi possono essere, quindi, di credito al consumo, mutui residenziali (e quindi prestiti *secured*, ovvero garantiti), linee di credito (*secured o unsecured*) al segmento retail o corporate. Una ricerca di Deloitte in merito al mercato italiano degli NPL's, individua come non solo il volume di questi non core assets sia triplicato dal 2007 toccando il picco più alto, ma afferma anche che il flusso dei non performing sia aumentato per le imprese ma sia rimasto sostanzialmente invariato per il credito al consumo. Questo dato è il risultato di come la famiglia italiana sia meno incline al debito di quanto non lo sia il resto del mondo. La crisi finanziaria e poi reale, il tasso di disoccupazione che continua a salire ed il timore quindi di perdere il lavoro, ha inciso sul livello di fiducia dei consumatori che preferiscono risparmiare con una tendenza a ridurre il debito.

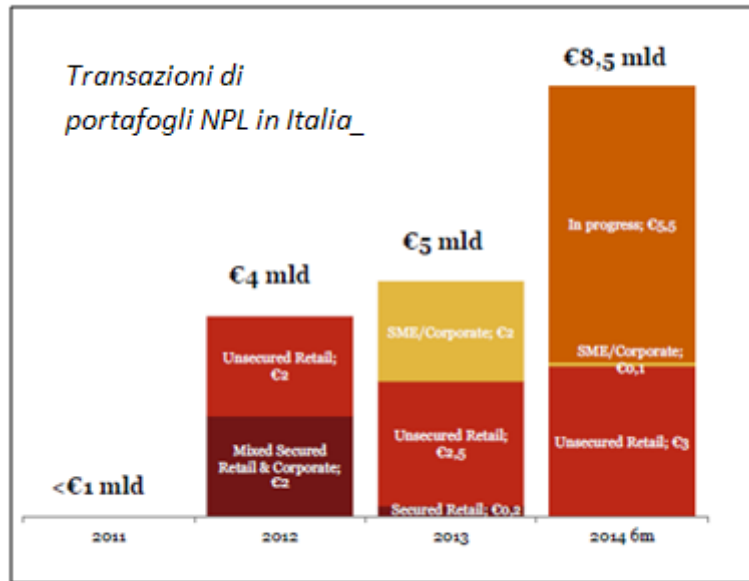
Non a caso gli assets più attivamente scambiati sul limitato mercato di NPL's di in Italia sono proprio quelli rappresentativi del credito al consumo, principalmente unsecured. La spiegazione a ciò può essere di due tipi³⁹:

- Da un lato chi investe in portafogli NPL italiani, predilige transazioni sulla quota di credito al consumo, perché più fiducioso nel basso grado di indebitamento privato delle famiglie italiane;
- Dall'altro lato, sono state le stesse banche a favorire queste operazioni, perché molto probabilmente la parte di credito al consumo è una minima quota di tutto il portafoglio di NPL's posseduto dall'ente; pertanto l'impatto sul conto economico, dovuto alla differenza tra il valore atteso di realizzo del seller e quello promosso dal buyer, è minore rispetto a quanto accadrebbe con posizioni del segmento Corporate con volumi maggiori.

Facendo sempre questa scomposizione per natura del credito, si può fare un'altra considerazione: il *Credit Reale Estate* (CRE), mentre è l'asset più gestito in ambito NPL in Europa in termini di volumi, seguito solo dai portafogli *unsecured*, in Italia ha visto delle operazioni limitate a causa del contesto macroeconomico e soprattutto dell'andamento del mercato immobiliare (Figura 3).

³⁹ Survey Deloitte sui Non-Performing Loans italiani, *Outlook 2012-2013*.

Figura 14 Transazioni portafogli NPL in Italia



Fonte: PwC, Market
Update (July 2014)

Il valore del mercato immobiliare non incentivava il deleverage di questi portafogli, perché non faceva altro che incrementare quel gap tra il valore che effettivamente si poteva realizzare con il disinvestimento e quello che era effettivamente iscritto in bilancio. Nell'ultimo anno però, inizia ad intravedersi qualche segnale di ripresa nel panorama immobiliare italiano. Molti investitori del centro-est Europa hanno di nuovo riavviato una serie di investimenti residenziali in Italia (ad esempio gli Emiri del Qatar hanno comprato per euro 105 mln Hotel di lusso a Roma e Firenze; il Fondo Sovrano del Qatar ha comprato il 40% di Milano Porta Nuova; anche Blackstone ha chiuso operazioni simili a Milano), promuovendo quella ripresa nel settore che potrebbe facilitare il deleverage anche di questa categoria di NPL's, andando a ridurre il *price gap* appena descritto.

2.2.2. Costo del capitale per detenere NPL's.

Quanto costa alle banche detenere in pancia questi assets non core? Oltre al peso che le rettifiche di valore hanno sull'utile di periodo, un ruolo chiave è svolto dagli accantonamenti di capitale richiesti dalla normativa di Basilea. Quest'ultima, infatti

prevede che gli intermediari possiedano un patrimonio di vigilanza che sia proporzionale alla rischiosità del proprio attivo. Ovviamente il costo del capitale nel detenere tali assets sarà anche in funzione della metodologia adottata dall'ente per il calcolo del requisito patrimoniale. Ricordo, infatti, che nella valutazione di questo gli intermediari, sulla base del principio di proporzionalità, sono chiamati ad adottare dei modelli standardizzati oppure interni (con diversi gradi di sofisticazione). Una ricerca del Fondo Monetario Internazionale nel fare questa distinzione, evidenzia:

- Per quelle banche che utilizzano l'approccio *standardizzato* (principalmente quelle di piccole dimensioni e le banche di Credito Cooperativo), i crediti non performing pesano il 12% delle attività ponderate per il rischio.
- Nel caso dell'utilizzo di *internal ratings-based (IRB) approach*, bisogna fare un'ulteriore distinzione. Per chi fa uso dell'IRB *advanced* (è il caso delle grandi banche italiane, come UniCredit, Intesa SanPaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Ubi banca, Banca Popolare) il costo del capitale per detenere NPL's dipende da due fattori: dall'*IRB shortfall*, ovvero dalla differenza tra gli accantonamenti previsti da Basilea e quelli dai principi contabili IFRS, e dal requisito patrimoniale richiesto sull'ammontare lordo di NPL's.

Per chi utilizza l'*IRB Foundation approach* (come ad esempio le banche di dimensioni medie), invece, il costo del capitale dipende solo dal primo elemento, ovvero l'*IRB shortfall*.

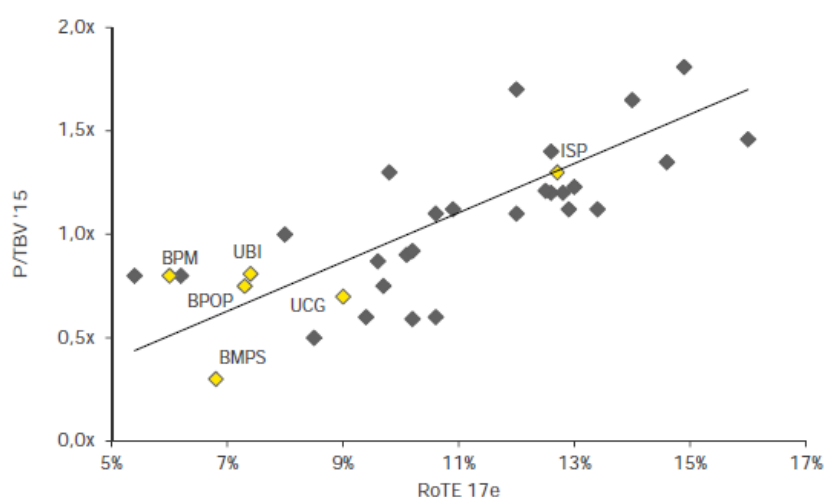
Si stima, che il costo del capitale per mantenere in bilancio *Non Core Asset* (NCA) sia intorno al 6% del capitale. UniCredit ne è un esempio⁴⁰: a Giugno 2014, presentava 81 miliardi di euro di NPL's che andavano ad assorbire 2,7 miliardi di capitale, ovvero il 6% del Core Tier1. Ipotizzando una vendita di questi al loro valore di libro, il capitale ne risentirebbe in positivo di 1,6 miliardi di euro. Il tutto garantirebbe di disporre di circa 5 miliardi di euro da investire in nuove attività creditizie. Per questo motivo è utile stimolare il *sell-off* di questi strumenti.

⁴⁰ IMF Working Paper, *A Strategy for Developing a market for Non performing loans in Italy*, February 2015, pag. 9.

2.3. La Nuova sfida delle banche.

Le banche italiane sono notevolmente meno redditizie delle colleghe europee. Il ROTE (*return on tangible equity*)⁴¹ medio nel 2013 era al di sotto del 5%, contro un costo del capitale (*cost of equity*)⁴² superiore al 10%. Se l'obiettivo di qualunque azienda è quello di creare valore (ovvero una redditività stabilmente superiore al costo del capitale) per gli azionisti e per tutti gli stakeholders che ruotano intorno all'ente, allora in questo caso vi è stata una chiara distruzione di valore. Nel 2014, ci sono stati dei piccoli segnali di ripresa, ma la redditività degli operatori italiani risulta ancora troppo debole rispetto al contesto europeo, così come evidenzia il grafico che segue, sia per motivi strutturali che economici (Figura 4).

Figura 15 P/TBV Vs ROTE



Fonte: E&Y, 2015

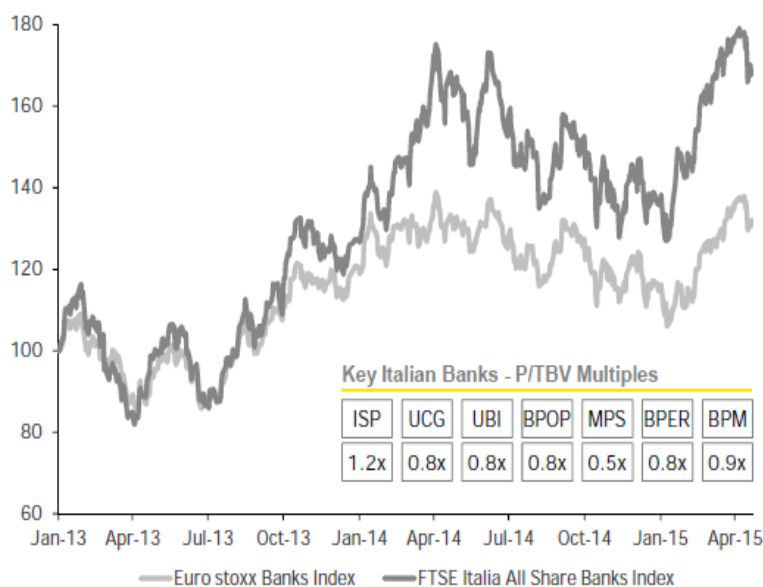
⁴¹ "Return on Tangible Equity (ROTE), è un indicatore della redditività operativa della banca. È dato dal rapporto utile netto su patrimonio tangibile (quest'ultimo pari all'equity da cui sono stati sottratti gli attivi intangibili, come l'avviamento). Viene sempre più utilizzato a sostituzione del ROE (return on equity) perché meglio riflette la performance operativa dell'istituto. Più alto sarà l'indicatore, migliore sarà la redditività della banca", Argomenti del Sole 24ore.

⁴² Si considera il costo dell'equity, e non il classico WACC (weight average cost of capital) per due ordini di motivi: primariamente considerando per l'analisi un indicatore *equity side* (il ROTE), allora per coerenza anche il parametro con cui confrontarlo deve avere le stesse caratteristiche; il secondo motivo deriva dal fatto di prediligere un approccio *equity side* per valutare un ente bancario.

Sotto l'aspetto strutturale, rientra il modello di business degli istituti di credito italiani. Il modello di banca che vige è quello prettamente commerciale (*merchant bank*): sulla base dei dati forniti da Banca d'Italia, i prestiti verso la clientela rappresentano il 70% dell'attivo bancario, contro il 44% della media europea, ed il passivo è rappresentato per quasi il 60% dalla raccolta diretta, ovvero i depositi. All'inizio del 2014, i prestiti commerciali erano saliti a euro 1.85 trilioni e di questi il 49% era rivolto al segmento corporate, il 27,5% alle famiglie e la parte rimanente alla Pubblica Amministrazione. Il sistema bancario italiano è, come è stato già detto in precedenza, estremamente frammentato; un basso grado di concentrazione che in Europa appartiene solo alla Germania. Per quanto riguarda i settori con cui le banche italiane sono esposte, prima fra tutti vi è il settore delle costruzioni e del Real Estate per il quale sono diretti circa il 31% del totale dei prestiti bancari nazionali; al settore commerciale e dei trasporti sono stati rivolti circa il 22% del totale dei crediti e solo il 3% al settore energetico. Da tenere sempre in considerazione, è la composizione del tessuto industriale italiano prevalentemente fatto da Small and Medium-sized Enterprises (SMEs), di cui la stragrande maggioranza (circa il 95%) detiene meno di 10 dipendenti. Le SMEs sono ovviamente percepite come più rischiose delle Large Corporate. In termini di vigilanza prudenziale, questa elevata esposizione si traduce nella necessità di accantonare maggior capitale a fronte dell'attività ponderata per il rischio. Questo perché, proprio per la loro piccola dimensione, non sono conosciute dal mercato e non godono di un rating emesso da agenzie specializzate; bensì la valutazione del loro merito di credito è frutto della discrezionalità o meglio dei sistemi più o meno avanzati di cui l'intermediario dispone.

Il contesto economico (la prolungata recessione, i persistenti bassi tassi d'interesse, la crisi dei debiti sovrani) è il secondo aspetto che ha inciso sulla redditività degli istituti di credito. Fattori politici e macroeconomici hanno guidato la performance delle banche nell'eurozona. Il grafico seguente mette proprio in evidenza questa relazione.

Figura 16 multipli di mercato europei ed italiani a confronto



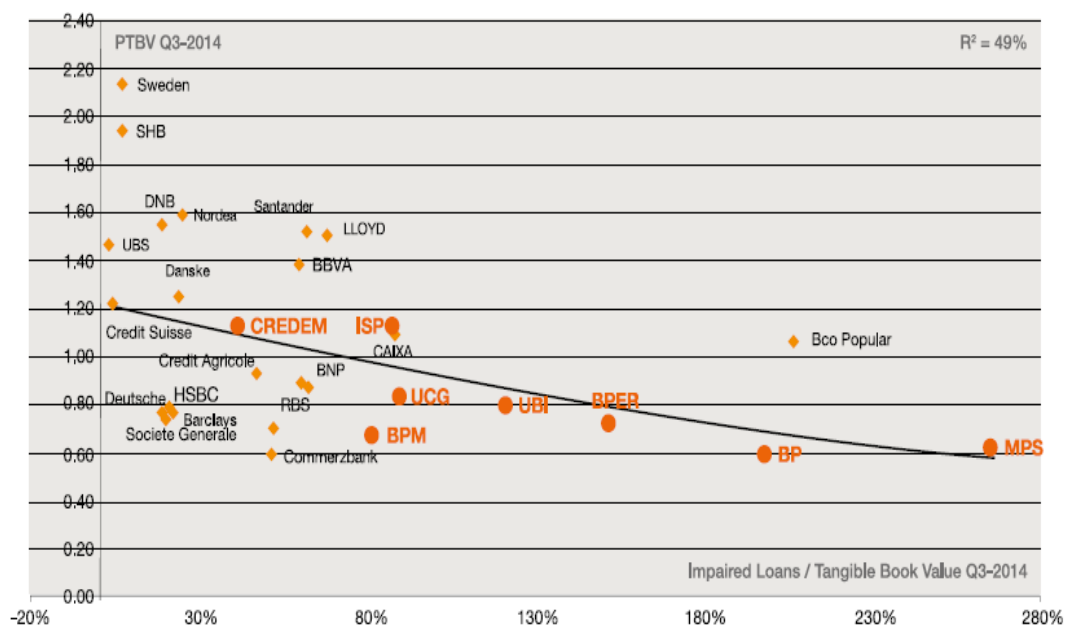
Fonte: Borsa Italiana,
2015

Dalla Figura 5 si può notare come le politiche espansive della BCE, l'iniezione di liquidità a basso costo (Ltro), avvenute nel 2013 abbiano guidato una leggera ripresa dello scenario economico e con questo anche l'andamento dello Share Banks Index. L'anno 2014 è stato l'anno dell'Asse Quality Review. Alla pubblicazione dei risultati, infatti, anche il prezzo delle azioni ne ha risentito. L'ultima risalita può essere spiegata dall'apprezzamento che il mercato ha dato alla riforma delle banche popolari, rendendole così più contendibili favorendone l'aggregazione. Il valore di mercato delle banche italiane è comunque più basso dei propri *competitors*. Le azioni sono negoziate, infatti, ad un *price* più basso del loro valore di libro, proprio a riflettere le minori attese di redditività e soprattutto un più alto rapporto tra crediti problematici e *tangible book value*.

All'interno di questo scenario, gli enti di credito hanno dovuto rivedere le loro priorità e la gestione dei crediti problematici diventa cruciale per una ripresa. Lo *share price* delle banche italiane è un indicatore del peso negativo che i non core assets (NCA) hanno sulla redditività dell'intermediario rispetto ai colleghi europei. Lo stesso mercato dei capitali mostra come la qualità dell'attivo bancario influenza, o meglio sia un driver nella determinazione del prezzo azionario. In poche parole, migliore è il rapporto *impaired*

loans su Tangible Book Value, più alto sarà il multiplo *Price to Tangible Book Value* con cui verranno negoziate (Figura 6).

Figura 17 NPL/loans Vs P/TVB



Fonte: Pwc, *Time for Deleveraging*, January 2015

La Chart sopra esposta evidenzia una correlazione del 49% tra i due fattori, suggerendo effetti benefici per lo *stock price* se politiche di *deleveraging* venissero attuate.

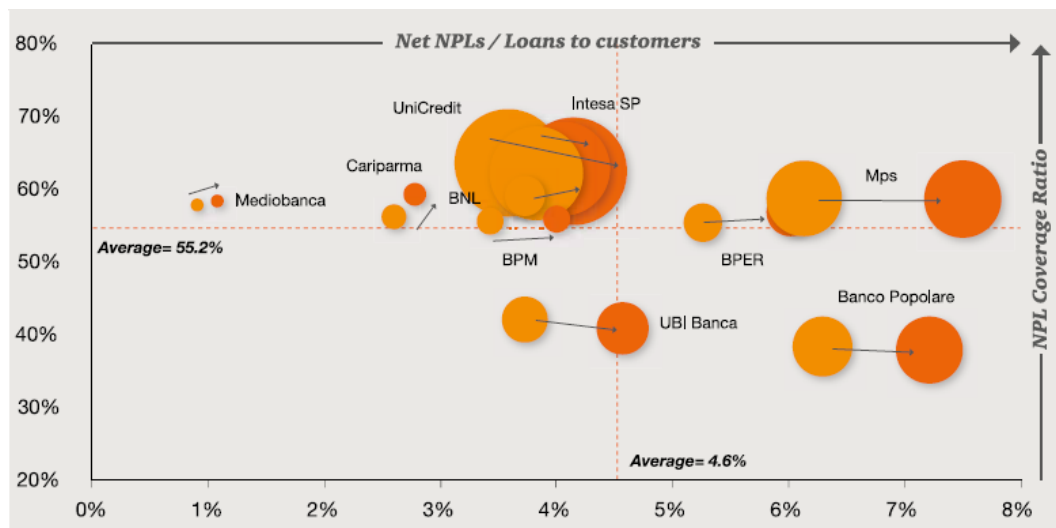
Il trend di NPL's nei bilanci bancari è stato sempre in aumento fin dal 2008 toccando il picco nel giugno del 2014 con euro 170.3 miliardi, seppur con una velocità di crescita leggermente più bassa (il CARG⁴³ passa dal 27% del 2013 al 26% del 2014). Nonostante il

⁴³ *Compound Annual Growth Rate (CAGR)*, è un tasso annuo di crescita composto: misura la velocità con cui un valore cresce in un certo orizzonte temporale. Deve essere utilizzato con molta attenzione perché utilizza dati storici ma non ne considera la volatilità. È pari al rapporto tra il valore finale del parametro oggetto di misurazione con il suo valore iniziale, elevato al reciproco del numero dei periodi in considerazione, ed al tutto viene sottratto 1.

$$CAGR = [(VF/VI)^{(1/n \text{ periodi})}] - 1$$

continuo aumento di crediti problematici, il tasso di copertura⁴⁴ si è notevolmente alzato rispetto al 2013.

Figura 18 Coverage ratio banche italiane



Fonte: PwC, *Time for deleveraging*, January 2015

Come mostra la figura precedente (Figura 7), il sistema del credito in Italia ha in media: un NPL ratio del 4.6% nel 2014, in aumento rispetto al 2013 che era pari al 3.9%; un *coverage ratio* medio del 55.2% contro il 54.7% dell'anno precedente. L'innalzamento del livello di copertura è dipeso molto dai risultati emersi dall'Asset Quality Review che ha indicato loro i criteri con cui adeguare gli shortfall di capitale prima della fine dell'anno.

In questo contesto, due sono le aree chiavi in cui intervenire per recuperare fiducia da parte del mercato e redditività per gli azionisti: rivedere il modello di business della banca oppure lavorare sulla qualità del credito. L'ultima opzione sembra quella attualmente più fattibile considerati i tempi di preparazione e attuazione del primo ambito, che si troverebbe a dover fare i conti con un sistema culturale creditizio estremamente ancorato al modello tradizionale di banca.

⁴⁴ Tasso di copertura o *Coverage ratio* è dato dal rapporto tra le riserve su crediti ed il totale delle sofferenze bancarie. Serve a misurare la capacità dell'intermediario di far fronte ad eventuali perdite su crediti.

2.4. Motivazioni al disinvestimento: il settore bancario.

Perché disinvestire? Perché il settore bancario italiano è quello che più di tutti è stato colpito dalla crisi degli ultimi anni e solo negli ultimi mesi iniziano ad emergere i primi timidi segnali di ripresa. Molto probabilmente perché nei primi tre mesi del 2014 sono iniziate delle operazioni di vendita e cartolarizzazione di crediti problematici (la maggior parte di credito al consumo) per un ammontare di euro 2 miliardi. L'Italia sarà il cuore pulsante del mercato NPL's per almeno i prossimi 5 anni. Si prevedono nell'anno cessioni per un totale di euro 3/6 miliardi, ancora molto poco per una realtà come quella italiana che può offrire un valore nominale di euro 300 miliardi⁴⁵. Ma come è stato detto, molti segnali fanno sperare che un mercato del distressed debt parta in Italia al più breve; infatti diverse ragioni (interne ed esterne alla banca) spiegano l'urgenza di tali misure⁴⁶.

Partendo da fattori esterni: il *timing* è importante per una buona riuscita dell'operazione, e nonostante andasse promosso prima un deleveraging e de-risking strategico dell'attivo, si è giunti ora ad un nuovo momento topico per attuarlo. La nuova e più stringente normativa prudenziale, gli shortfalls da colmare al termine della valutazione degli attivi da parte della Banca Centrale sono alcuni dei fattori che spingono verso una pulizia dei bilanci. Il *price gap* (ovvero la differenza tra valore di libro e valore di mercato dell'asset oggetto di disimpegno) tende a ridursi. Hanno favorito questa riduzione, da un lato l'incremento richiesto del coverage ratio dopo i risultati della valutazione degli attivi nell'ottobre del 2014, e dall'altro un panorama economico migliore, compreso il settore del Real Estate. Il settore delle costruzioni ha avuto negli ultimi anni una forte flessione; a seguito della crisi e dell'eccessiva prudenza dei consumatori, il mercato immobiliare ne ha sofferto molto vedendo nel Dicembre 2013 i prezzi delle abitazioni scendere del 4.8%. Nel 2014, invece un'ondata di investimenti in tal senso in Italia ad opera di grandi fondi del centro-est Europa, ha contribuito ad una ripresa del settore⁴⁷. Questo aspetto è ovviamente positivo e deve essere sfruttato. In termini di NPL infatti, si traduce, in un rialzo del valore degli immobili e quindi delle

⁴⁵ KPMG, *Outlook on the European loan portfolio sales market*, Settembre 2014.

⁴⁶ PwC, *Italian NPL market: Increasing expectations in the European context*, Settembre 2014.

⁴⁷ PwC, *The Italian NPL market: Increasing expectations*, Aprile 2014.

garanzie concesse sui crediti problematici; questo permetterebbe di cedere con più facilità il pacchetto di *NPL's secured*, in quanto il prezzo offerto dal buyer e quello minimo richiesto dal seller iniziano a riavvicinarsi. Altro fattore esterno che giustifica la scelta di disinvestire è la crescente attenzione di operatori esteri al mercato del distressed asset italiano. In un contesto finanziario di bassi tassi d'interesse infatti, una pluralità di soggetti, sempre più sofisticati in materia, sono alla costante ricerca di nuove opportunità di rendimento e guardano all'Italia come un nuovo mercato potenziale, aspettandosi un ritorno del 15-20%⁴⁸.

Guardando all'interno dell'organizzazione bancaria, il driver della scelta di disinvestire, è il recupero della competitività rispetto ai propri competitors europei. Le problematiche principali riscontrate sono inerenti all'aumento delle attività ponderate per il rischio e alla riduzione del ROE. Per il primo aspetto, la cessione dei crediti non performing è l'unica soluzione per gestirlo efficacemente. L'aumento delle RWA, d'altra parte impatta sul capitale. Per rispettare le nuove soglie di solidità patrimoniale, nel 2012, gli istituti di credito sono stati costretti ad attivare iniziative volte a bloccare la distribuzione di dividendi, a limitare l'emissione di stock option e i bonus per le retribuzioni. Ad un deterioramento dell'attivo ne consegue anche una flessione della redditività. Il ROE non è altro che il rapporto tra l'utile netto ed il patrimonio netto aziendale. Con il deterioramento delle RWA, il denominatore aumenta perché viene richiesto più capitale a copertura che invece, se rilasciato, potrebbe essere usato per nuovi investimenti. Ma allo stesso modo anche il numeratore si comprime per tutti i costi legati alla gestione degli NPL's. I crediti problematici, infatti, non producono cassa da interessi, bensì comprimo il risultato di esercizio per le rettifiche di valore portate a conto economico; sono inoltre fonte di molte voci di costo, perché richiedono l'impiego di risorse umane ed operative per la gestione e monitoraggio del credito dubbio, nonché tutti i costi legali ed amministrativi.

Disinvestire questi assets permetterebbe alle banche di monetizzare un investimento immobilizzato, anticipare i cash flows e di migliorare, ovviamente, anche i loro indicatori di liquidità (Deloitte, 2012-2013).

⁴⁸ PwC, European Portfolio Advisory Group, *European investor insights survey*, Marzo, 2014.

Soprattutto, disinvestire gli NPL's è il modo migliore che le banche hanno per rifocalizzarsi sul loro core business (l'attività di lending), ricrearsi un'identità, salvaguardando la propria immagine. Le banche vivono della loro reputazione, ed in un certo senso anche di quelle dei loro concorrenti. Il mercato creditizio è totalmente interconnesso al suo interno, ed un calo di fiducia degli investitori sulla solidità di un istituto finanziario ha ripercussioni su tutto il sistema. Il problema della mole di crediti dubbi ha reso più fragile la reputazione delle banche, mettendo in dubbio la loro forza ed i loro valori di mercato ne hanno risentito. Non è un caso che le banche italiane abbiano i più alti CDS (credit default swap) e i più bassi valori di mercato rispetto al resto del mondo. Empiricamente se ne evince che le banche che versano in questo stato sono molto più sensibili al rischio paese; considerato infatti, che la probabilità di default e la perdita che se ne ricaverebbe al momento del default sono estremamente correlate, maggiori saranno gli NPL's in portafoglio, più alta sarà la perdita o più basso sarà il loro valore di recupero. Il meccanismo di revisione degli attivi è stato utilissimo a ridurre le asimmetrie informative, incrementando la trasparenza dei bilanci ed a favorire una adeguata valutazione e percezione di rischio dell'intermediario da parte del mercato.

2.5. Disincentivi a disinvestire in Italia.

L'Italia, al contrario del resto d'Europa e del Mondo, è il Paese in cui la quantità di crediti problematici continua ad aumentare, perché la velocità con cui si realizzano write-offs e conseguente cessione del portafoglio NPL's è ancora troppo bassa⁴⁹. Sarebbe al contrario il modo più semplice e rapido per rimuoverli dai loro bilanci e liberare capitale e risorse per la loro attività core. Gli istituti di credito italiani cercano invece di gestirli e valorizzarli internamente; ma mentre in una normale fase di declino dell'economia, le banche sono riuscite lo stesso a recuperare parte del valore ed a ridurre gradualmente gli NPL's, nel caso invece, di una prolungata recessione, il flusso di questi continua ad aumentare perché ai vecchi si sommano i nuovi crediti insolventi conseguenti alla crisi economica. Una simulazione fatta dal Fondo Monetario Internazionale mostra come all'attuale velocità di vendita (8% circa) degli NPL's, questi continuerebbero a crescere e

⁴⁹ IMF, *A strategy for developing a market for non performing loans in Italy*, Working paper, Febbraio 2015

a toccherebbero il picco nel 2019; da allora sarà necessario una velocizzazione di circa cinque volte quella attuale per poter riportare, nel giro di cinque anni, a livelli pre-crisi il valore delle sofferenze bancarie. Casi virtuosi in questo caso sono stati gli Stati Uniti ed il Giappone, che nel giro di tre anni, dalla crisi del 2009 per i primi e dalla crisi del sistema bancario dei primi anni 2000 per il secondo, sono riusciti a ridurre i loro NPL ratio e riportarlo a valori di normalità.

In Italia questo non è accaduto per una serie di motivi che riguardano sia il lato della domanda che dell'offerta del portafoglio NPL's. Diversi sono infatti gli ostacoli che limitano le banche a vendere e gli investitori a comprare questi tipi di asset. Andando in ordine, dal lato dell'offerta, i fattori che limitano gli intermediari a disinvestire sono⁵⁰:

- Un basso livello di copertura dell'attivo problematico e dei cuscinetti di capitale non sufficienti (non a caso Basilea III prevede proprio un aumento significativo dei buffers di capitale); quando in bilancio non esistono accantonamenti adeguati alla rischiosità dell'asset a cui si riferiscono, un eventuale write off del credito comporterebbe delle perdite assorbendo del capitale. Lo stesso dicasi nel caso della vendita: la presenza di magre riserve amplifica il gap di prezzo tra il valore iscritto in bilancio e quello di mercato, in quanto gli investitori applicheranno un sconto nella valutazione dell'attivo. Questa differenza di prezzo, che sta via via iniziando a ridursi a seguito delle ispezioni della Banca Centrale, si attesta intorno ai 15-20% dal valore di libro. Una questione puramente matematica, sempre in ambito riserve su crediti, spiega perché le banche siano incentivate a tenere, piuttosto che a cedere NPL's quando questi sono tanti e le riserve meno: semplicemente per mantenere alto il loro coverage ratio. Definendo l'indicatore come il rapporto tra le riserve e gli NPL's lordi, andando ad eliminare una quota di bad loans sufficientemente coperti (sarebbero quelli più facili da dismettere per le motivazioni elencate prima), anche il rapporto di copertura medio della banca si ridurrà, in quanto il numeratore diminuirà meno del denominatore. Le perdite che seguirebbero la vendita o il wite-off del credito dubbio, verrebbero assorbiti dal capitale, ma come è stato detto, fino al 2013, il CET1 delle principali banche italiane era al di

⁵⁰ IMF, *A strategy for developing a market for non performing loans in Italy*, Working paper, Febbraio 2015

sotto della media europea, tanto che nei primi mesi del 2014, vennero annunciati piani di aumento di capitali. La vulnerabilità del sistema italiano alle perdite su crediti, era evidenziato anche da un altro rapporto: *Texas ratio*, ovvero il rapporto tra gli NPL's non coperti ed il totale del capitale a disposizione. Questo nel 2014, valeva in Italia il 90%. Valori superiori al 100% indicano una carenza di cassa a coprire interamente le perdite.

- Forte utilizzo dei collateral, sia reali che personali; nel sistema italiano, infatti il valore delle garanzie copre in media i due-terzi del finanziamento. Se da un lato la presenza di garanzie è una sicurezza aggiuntiva sul buon esito del prestito e quindi una copertura in caso questo non venisse onorato, dall'altro lato è un incentivo per la banca ad attendere il momento migliore per vendere. Il concetto è legato al pricing del portafoglio. Quando ad essere venduto è un portafoglio di secured NPL, il punto di partenza per fissare il pricing è proprio il valore della garanzia. Allora perché vendere un collateral ad un prezzo più basso del suo valore di libro? La banca è come se detenesse un'opzione call (con premio pari a zero) sulla garanzia, che lo spinge ad aspettare finché la call vada *in the money*, ovvero il sottostante (la garanzia) recuperi il suo valore.
- Un regime fiscale che penalizzava, fino alla fine del 2013, le banche che effettuavano politiche aggressive di accantonamento e write-off del *bad loans*. Quest'ultimi erano considerati deducibili a fini fiscali solo a fronte di una dichiarazione di insolvenza e le riserve di perdite su crediti erano deducibili solo per lo 0.3% dei prestiti concessi. La parte rimanente era spalmabile nei vari esercizi fiscali per 18 anni. Oggi, la normativa riconosce la deducibilità di entrambi a rate costante per cinque anni ad un'aliquota maggiore.
- Un sistema di contabilizzazione altrettanto non favorevole alla cessione. Il principio di riferimento è lo IAS 39, il quale però non spiega quando e come trattare un credito che non può essere riscosso. Gli istituti adottano pertanto la *best practice* della loro cancellazione dal bilancio quando recedono tutti i diritti contrattuali sul prestito. Dal 2018 entrerà un nuovo principio contabile, lo IFRS 9, che sarà dedicato alla contabilizzazione del write-off.

Non ci sono solo ostacoli per chi dovrebbe disinvestire i non core assets, ma esistono dei vincoli anche dal lato della domanda per l'acquisto del portafoglio di NPL's. In cima alla lista delle motivazioni che disincentivano l'acquisto, anche da parte di operatori stranieri, vi è l'inefficienza del sistema giuridico italiano. Tempi troppo lunghi per completare un processo di fallimento (circa 7 anni) e per escutere i collateral (ulteriori 3 anni). L'incertezza che grava su tutto il processo innalza notevolmente i costi di ristrutturazione. Nel sistema italiano è anche molto poco frequente il caso della compensazione estintiva (o *debt-equity swap*): la banca rinuncia ad una parte del credito e lo compensa per un uguale valore trasformandolo in equity di nuova emissione del *borrower*. Questo sarebbe sicuramente un incentivo per chi acquista il portafoglio di NPL's, vista la possibilità di avere un peso nella governance della azienda debitrice. Da ultimo il mercato italiano presenta una base molto piccola di investitori alternativi capaci di operare nel distressed debt market. Il mercato del Private Equity in Italia è relativamente piccolo, circa 3 miliardi di transazioni l'anno. Altri operatori come i fondi pensione o le compagnie assicurative, tendono a mantenere un portafoglio abbastanza standardizzato e preferiscono investire solo una quota marginale in questi strumenti alternativi.

Capitolo 3

DISINVESTIRE in PRATICA: Strategie.

Nel capitolo precedente sono stati analizzati, in linea teorica, quali sono i driver e le barriere esistenti per una strategia di disinvestimento con riferimento al settore bancario. Nel presente capitolo, invece, si cercherà di spiegare come quella scelta strategica viene attuata.

3.1 *Disposal strategy.*

La crisi ha costretto le banche a fare i conti con i propri bilanci e a rivedere le loro priorità. L'incremento dei crediti anomali, ha avuto un forte impatto sul costo del rischio, sugli utili e sul livello di capitale. Quasi tutte le banche italiane si sono mostrate impreparate e hanno incontrato difficoltà sia nella valorizzazione interna, sia nella cessione vera e propria del credito dubbio. I più attivi in merito, si sono dimostrati i grandi Gruppi bancari che già da tempo avevano iniziato ad investire per migliorare la gestione del problema, attraverso la scorporo di interi rami d'azienda in società dedicate neo costituite o tramite la cessione delle attività non strategiche. Altri intermediari, invece, hanno optato per una gestione tradizionale del recupero, riscontrando problemi di efficienza e di efficacia. Infatti non avendo una struttura adeguata che fosse specializzata per cluster di portafogli, non hanno potuto sfruttare economie di scala e, d'altra parte, non avendo adeguate risorse, sia umane che di capitale, per affrontare il costante aumento dei bad loans, hanno così sprecato molte possibilità di incasso⁵¹. Essenzialmente l'errore è stato nel focalizzarsi solo sull'azione di recupero e nel sottovalutare, invece, tutta la fase di monitoraggio del credito per poterlo gestire e valorizzare al meglio, prima che questo diventasse eccessivamente gravoso⁵². Spesso la carenza di informazioni, per l'assenza di sistemi informativi adeguati, non ha permesso

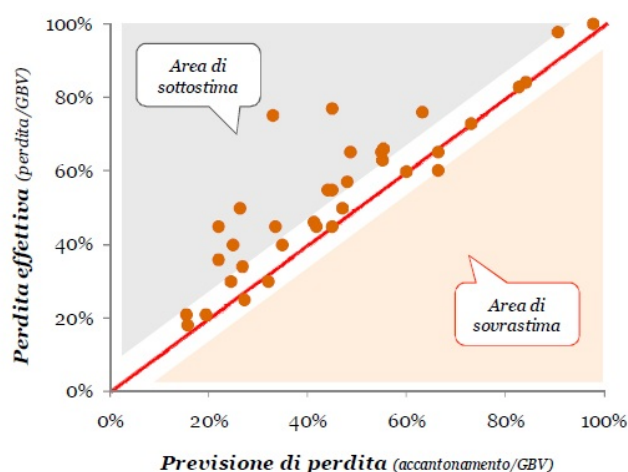
⁵¹ La Gestione Strategica delle sofferenze bancarie: *l'approccio PwC alla valorizzazione dei crediti problematici*, PwC, Novembre 2011.

⁵² Roland Berger, *Credito anomalo: leve industriali e azioni di discontinuità da esperienze recenti in banche italiane*, 1 Ottobre 2014.

di realizzare una costante gestione interna, ma allo stesso tempo ha rischiato di compromettere i *deals* con soggetti esterni per la cessione dell’NPL per mancanza di trasparenza e di qualità dei dati a riguardo. Questo fattore di gap informativo, unto agli ormai sempre più stringenti vincoli patrimoniali, non ha aiutato nell’analisi previsionale del possibile deterioramento dell’attivo.

La figura 1 mostra esattamente la sottostima che la mancanza di chiare strategie di gestione genera. Ogni puntino nella chart rappresenta una pratica chiusa e, come è abbastanza evidente, la maggior parte è situata nella zona in alto a sinistra del grafico. Stare al di sopra della diagonale, significa aver subito una perdita superiore a quella che era stata immaginata e che può essere letta proiettando il punto sull’ascissa orizzontale.

Figura 19 Perdita effettiva VS perdita previsionale



Fonte: PwC, 2011

Il Governatore di Banca d’Italia, Ignazio Visco, appena dopo l’uscita dei risultati dell’AQR ha annunciato: *“per ridurre le sofferenze, vanno attuate politiche attive di gestione e recupero; cessioni in blocco di attività deteriorate che andranno favorite da un ulteriore innalzamento dei loro tassi di copertura”* (Roma, 31 Ottobre 2014). Anche il Fondo Monetario Internazionale, ha richiesto che si sviluppi un mercato attivo degli NPLs, che possa risultare come un valida alternativa alle lunghe procedure di recupero, oppure alla creazione di un Asset Management Company per accelerare la pulizia dei bilanci

bancari⁵³. Per diversi motivi, che verranno analizzati, queste soluzioni trovano difficoltà di attuazione in Italia, rallentando la ripresa del sistema del credito.

Come strutturare, dunque, una strategia che garantisca il miglior de-leveraging e de-risking dell'attivo? Non è semplice da definire, perché tanti sono gli aspetti da tenere in considerazione. Il punto di partenza sarà sempre l'intero portafoglio di NPLs, così da poterne definire lo stock, capire di quanto può e deve essere ridotto e quale strategia è la più adatta per raggiungere l'obiettivo. Non sono da sottovalutare gli effetti che una strategia del genere possa avere sull'*equity story* della banca. Attivare delle operazioni intense sugli NPLs può agire in due modi differenti sull'immagine aziendale. Da un lato può migliorarla, perché rappresenta un segnale di cambiamento e pertanto è apprezzato dal mercato che ne approva la maggior trasparenza e la volontà di affrontare il problema. Dall'altro lato può avere un effetto negativo, perché mette in evidenza i rischi a bilancio della banca che sono probabilmente anche il frutto di una cattiva gestione del credito da parte dell'intermediario stesso. Potrebbe essere necessario, pertanto, implementare un'attenta politica di comunicazione mirata ad evitare distorsioni di percezione⁵⁴. Importante è capire, poi, la natura del problema⁵⁵: se operativo, con molta probabilità bisognerà fare un'analisi di ringegnerizzazione dei processi; se contabile, si cercherà di portare avanti una strategia che abbia come priorità quella di migliorare gli indici di bilancio e che permetta di rispettare i nuovi vincoli patrimoniali; se strategica, allora l'obiettivo sarà quello di ridefinire il portafoglio di business, rifocalizzandosi sull'attività core della banca oppure quello di trovare dei modelli di gestione differenti, come l'*outsourcing* o la *partnership* ad esempio (le banche di più piccola dimensione potrebbero anche optare per l'attivazione di un *pooling* ai fini della cessione: questo consentirebbe loro di raggiungere più facilmente la massa critica per l'operazione).

Qualsiasi operazione di *deleverage* deve comprendere sempre un'analisi del mercato; questa permette alla banca di avere un' *overview* dei possibili *buyers*, quali sono le loro

⁵³ A strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy, IMF Working Paper, Febbraio 2015.

⁵⁴ Baccarini C., Brunetti F., *Economia e Finanza Aziendale*, Giuffrè editore, Milano, 1997, pag 22.

⁵⁵ PwC, *La gestione strategica delle sofferenze bancarie*, Novembre 2011

esigenze, come preferiscono strutturare l'operazione, quali sono i drivers che attirano la loro attenzione, gli obiettivi che si sono prefissati in termini di rendimento ed il conseguente prezzo che sono disposti a pagare. Avere chiari questi aspetti permette alla banca di strutturare un'operazione che sia la più appetibile possibile per la compagine di potenziali investitori. In tal senso, una recente indagine ha mostrato come sia sempre più importante, per attirare l'attenzione del potenziale compratore, la disponibilità e la qualità delle informazioni sull'asset oggetto di disimpegno, piuttosto che il prezzo⁵⁶.

Detto ciò, un piano strategico ben strutturato “è il frutto di un'analisi bottom-up e top-down del portafoglio attraverso diversi steps, che partendo dallo studio della situazione attuale arriva a definire gli effetti della scelta strategica” (Roland Berger, 2014).

Il primo passo consiste nella *clusterizzazione* del portafoglio in segmenti omogenei: per tipologia di *borrower* (corporate o individuals), *secured* o *unsecured*, livello di copertura, ecc. Questo permette di fare una valutazione delle singole classi, analizzarne le caratteristiche e performance, al fine di individuare delle strategie per segmentazione.

Il secondo passaggio è uno studio incentrato sull'analisi della funzionalità del modello attualmente usato nella gestione degli NPLs. Questa fase comprende: l'individuazione delle linee guida, l'analisi di tutti i sistemi a supporto del processo compreso la valutazione delle infrastrutture IT, nonché la rilevazione di tutto il modello organizzativo e delle competenze. L'obiettivo è far emergere eventuali discordanze tra il sistema usato e le *best practice* internazionali.

Dopo aver fatto una “fotografia” dello stato attuale, si può passare all'individuazione delle possibili soluzioni percorribili. Le opzioni strategiche vertono su un diverso livello di esternalizzazione adottabile; partendo dal livello più basso si può optare per⁵⁷:

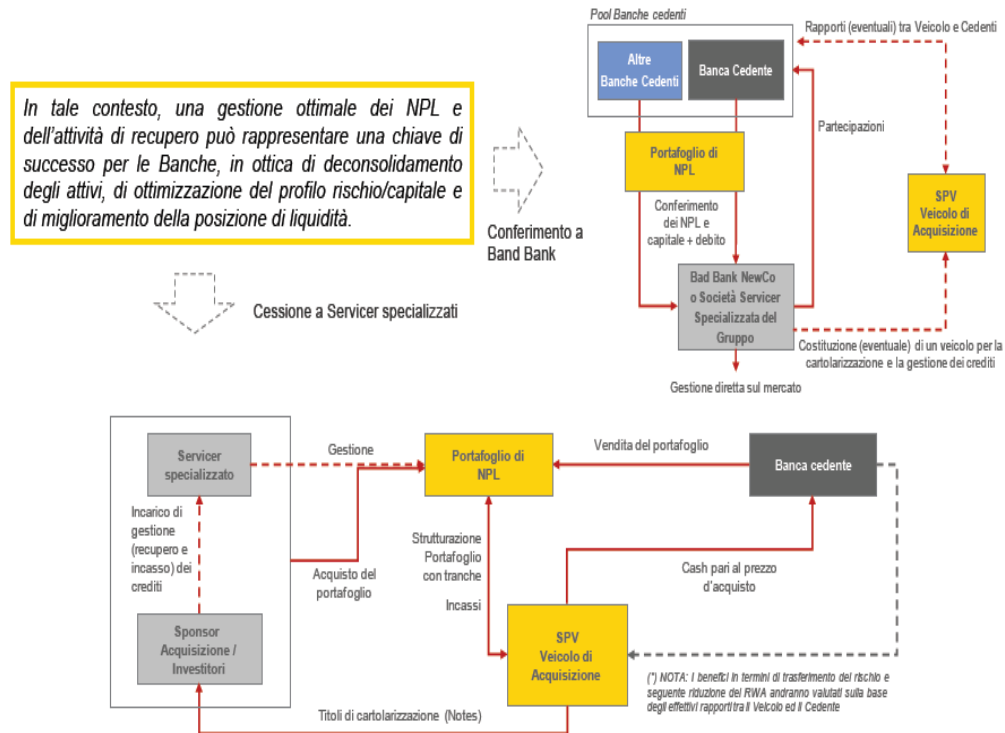
- *una gestione interna*: la gestione degli NPLs avverrà internamente alla banca originaria del prestito, spesso prevedendo un'unità *non core* ad hoc. Le ragioni alla base di questa scelta risiedono essenzialmente nell'esigenza di monitorare direttamente il bad loan, e nella consapevolezza di essere dotati di una struttura organizzativa efficiente e delle risorse competenti a riguardo.

⁵⁶ *European investor insights survey*, PwC, European Portfolio Advisory Group, March 2014.

⁵⁷ BCG, *Generare valore dal portafoglio di credito anomalo attraverso nuove leve industriali*, Giugno 2014.

- *outsourcing della gestione*: la crisi finanziaria ha imposto alle banche di ridimensionare il loro ruolo, tornando a concentrarsi sulla loro attività core, e la ricerca di partnership con operatori specializzati per la gestione operativa degli NPLs , è una delle soluzioni più utilizzate dalle banche. Si predilige tale modalità quando, al contrario del caso precedente, non si hanno strutture interne o competenze idonee; al contrario si è alla ricerca di una convenienza economica. I vantaggi dell'opzione si esprimono in una riduzione dei costi operativi, o meglio nella trasformazione di costi fissi in variabili, in miglioramento delle performance e della trasparenza sul portafoglio dato in outsourcing. La difficoltà principale è nell'organizzazione dell'avvio della partnership.
- *cessione del portafoglio NPL*: è il livello più alto di esternalizzazione. È il modo migliore per risolvere in brevissimo tempo carenze contabili e redditizie della banca. Con la vendita il portafoglio scompare dal bilancio dell'intermediario che ne beneficia in termini di indicatori di bilancio, soprattutto quelli di liquidità. Ha un effetto positivo anche sulle attività ponderate per il rischio, perché viene innalzata la qualità dell'attivo, e di conseguenza anche sul patrimonio. Ma almeno in Italia operazioni di tal genere sono state limitate e il problema cruciale sono la mancanza di informazioni adeguate sugli assets e l'elevato *price gap* sui crediti.
- *Bad Bank*: una soluzione che in Italia tarda ad arrivare. L'Asset Management Company è una Special Purpose Vehicle nella quale vengono conferiti tutti i crediti anomali di una certa asset class di tutte le banche. Questo è il classico schema di una Bad Bank nazionale, di cui SAREB (in Spagna) e NAMA (in Irlanda) ne sono un caso virtuoso. I vantaggi derivano dal miglioramento della liquidità dell'impresa bancaria e dai limitati costi di coordinamento, vista l'esistenza di una sola unità che gestisce tutti i bad assets, sfruttando così elevate economie di scala. Il conferimento però deve avvenire a prezzi di mercato, il che potrebbe comportare perdite significative per la banca che è costretta a registrarle immediatamente.

Figura 20 Cessione Vs Bad bank



Fonte: Ernst & Young⁵⁸, 2012

La figura 2 mostra sinteticamente i due modelli di disinvestimento che verranno analizzati nel presente elaborato. Entrambe sono strettamente correlate con l'attività di deleveraging vera e propria e sono quelle che meglio rispondono alla richiesta di recupero di credibilità e redditività. Al contrario, le altre due (outsourcing e la gestione interna) si configurano più come una riorganizzazione del processo interno di gestione.

3.2 Loan portfolio sales

Per poter definire un processo di cessione sostenibile, il punto di partenza rimane lo studio del potenziale mercato di riferimento. La conoscenza degli investitori, siano essi

⁵⁸ E&Y, *Basilea 3 nell'attuale contesto economico finanziario: approcci operativi all'ottimizzazione del profilo rischio/capitale*, Convegno ABI Basile 3, Giugno 2012.

nazionali o esteri, con le loro aspettative relativamente alle caratteristiche di portafoglio, alle metodologie adottate per la loro valutazione e quindi il prezzo ultimo che sono disposti a pagare, deve essere attentamente analizzata e monitorata. E', infatti, fondamentale per creare la giusta appetibilità da parte del mercato, alimentando di conseguenza una sana concorrenza utile a valorizzare la cessione. Lo stesso processo verrà dunque analizzato, sia dal lato buyer, che dal lato seller.

3.2.1 Lato Buyer

“Una montagna di crediti con scarsa probabilità di recupero integrale è diventata l'oggetto del desiderio di investitori esteri specializzati nei cosiddetti NPL “ (LinKiesta, 2014)⁵⁹.

Investment banks, Hedge Funds, Private Equity, operatori specializzati , sono questi i tipici investitori nel settore *distressed*. L'universo di questi investitori istituzionali rappresenta il lato positivo della situazione NPLs: questi ultimi infatti , se da un lato sono il problema chiave che affligge gli enti creditizi, dall'altro rappresentano una fonte notevole di rendimento per altri operatori di mercato. Il mondo del non performing è particolarmente attraente perché oltre ad essere potenzialmente enorme è anche molto redditizio. Negli ultimi anni la media di rendimento per i distressed investors è stato del 13,28%, nonostante comunque le attese fossero molto maggiori (intorno al 15-20%). Il ritorno ottenuto è stato sensibilmente superiore a tutti gli altri comparti di mercato: il mercato azionario ha reso in media l'11,33%; il mortgage backed- secured⁶⁰ l'8,24%; il settore tecnologico in media il 9,53%; il mondo del Fixed Income, quello

⁵⁹ Bolognini F., “ Tutti pazzi per le sofferenze bancarie”, LinKiesta, 26 Ottobre 2014; www.linKiesta.it

⁶⁰ “Mortgage backed- secured sono Titoli obbligazionari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione (*securitization*) di prestiti ipotecari”, definizione tratta da Borsa Italiana

obbligazionario, offre in media i 6,54%⁶¹. D'altra parte ciò è in linea con la legge base della finanza: più alto è il rischio maggiore è il rendimento atteso.

I fondi esteri continuano a guardare verso l'Italia sapendo delle potenzialità del settore. I crediti inesigibili, da tempo ormai, continuano ad aumentare e gli investitori sanno che per le banche è sempre più vicino il momento di avvio di un'operazione straordinaria sull'attivo. Gli assets in oggetto sono sì deteriorati, ma sono attraenti per chi sa valutarne l'effettivo valore. Fanno gola soprattutto ad investitori internazionali, che hanno da più tempo una cultura sugli NPLs e che tornano ad essere fiduciosi su una maggiore stabilità economica e quindi una minore incertezza sul valore delle attività. Le valutazioni compiute dai buyers mostrano però un'eccessiva discordanza dai valori in bilancio degli intermediari, incidendo negativamente sul trade-off domanda offerta. Un rapporto⁶² della società di consulenza Deloitte, ricorda che nel 37% dei casi, il motivo principale che blocca disinvestimenti di tal genere è il divario di prezzo tra chi offre e chi acquista. Le banche testano il mercato offrendo i loro NPLs, ma sono sempre loro a rinunciare alla trattativa perché le somme offerte sono troppo distanti dalle aspettative. In fondo il punto di vista della transazione è diverso: chi vende vuole ridurre al minimo le perdite e non è disposto ad accettare un prezzo troppo basso; chi compra cerca di non assumersi rischi eccessivi. Si è creato così nel tempo un gap tale tra le controparti, che, fino ad ora, ha fatto morire sul nascere questo genere di transazioni. Le trattative sono legate a fattori di convenienza economica: le banche non accettano un prezzo troppo basso rispetto al valore di bilancio perché genererebbe un'ulteriore minusvalenza difficile da sostenere; gli investitori saranno disposti a pagare un ammontare in grado di realizzare un adeguato ritorno sul capitale in linea con il rischio assunto.

Nonostante ciò, l'Italia rimane sotto l'occhio del ciclone. Perché proprio ora? Perché il *mismatching* tra domanda e offerta sembra assottigliarsi. Gli interventi della BCE e di Banca d'Italia sono stati utili in tal senso, richiedendo delle svalutazioni maggiori delle partite deteriorate così da non generare eccessive perdite dalla cessione. Nel biennio 2012-2013, ad esempio il rapporto di copertura (*the coverage ratio*), il confronto tra

⁶¹ Dati tratti da Ernest & Young report: *Asswt Quality Trends and NPLs Management*; Maggio 2014.

⁶² *The Deloitte Italian NPL Outlook*, Deloitte, paper, 2014.

livello di accantonamenti/svalutazioni e totale lordo di NPL, è passato dal 39% al 42% e quello per le sole sofferenze dal 55% al 57%⁶³ (Prometeia, 2014). Seppur questo, unito inevitabilmente anche ad una riduzione dei rendimenti attesi degli investitori, ha comunque favorito il closing di operazioni su portafogli *unsecured*. Per quanto riguarda il segmento *secured*, il *bid-ask gap* rimane, essenzialmente per due ragioni: da un lato l'intermediario non ha accantonato a sufficienza per riflettere il prezzo proposto e dall'altro gli investitori applicano un tasso di sconto molto alto per tener conto della rischiosità della procedura per riottenere il credito. Nel 2014 il gap tra valore di bilancio e quello di cessione è stato ulteriormente ridimensionato per effetto dei primi segnali di ripresa del sistema che hanno rafforzato la propensione all'investimento di operatori esteri nel nostro paese. Inoltre l'Asset Quality Review spinge nella direzione del deleveraging, garantendo maggiore pulizia e trasparenza dei bilanci.

Il *distressed debt* è diventato un vero e proprio settore finanziario, che dalla crisi del 2007-2008 ha intaccato l'Europa e negli ultimi anni precisamente l'Italia⁶⁴. I Debt investors, iniziano ad abbandonare mercati come quello Spagnolo, Irlandese e Portoghese perché eccessivamente competitivi, per andarsi a focalizzare su un mercato totalmente da scoprire come quello italiano. Gli investitori internazionali sono attratti da questo business perché è un modo per investire *"nella possibilità di ripresa di un Paese"* (Panorama, 2014), dove i potenziali upsides possono essere molto elevati. Ad esempio il motivo per cui un Hedge Fund trovi conveniente entrare in questo mercato, è perché ritiene che si sia raggiunto il picco più basso del ciclo economico e pertanto questo non potrà far altro che migliorare. La logica di fondo è comprare al prezzo più basso, ristrutturare e rivendere quando il prezzo è tornato a salire. In un tale business la *"lungimiranza e la capacità di aspettare il momento giusto è fondamentale"* (Panorama, 2014). Individuato attraverso modelli matematici il punto più basso, allora è il momento di comprare. Per non rendere vana l'acquisizione, sarà opportuno negoziare con il creditore per garantirgli spazi di manovra e poter rientrare nella posizione. Per chi

⁶³ *Torna l'appetito per i crediti deteriorati e le banche li mettono sul tavolo*, Prometeia, Luglio 2014; <https://www.prometeia.it/it-it/l-atlante/le-banche/torna-lersquo-appetito-degli-investitori-per-i-crediti-deteriorati-e-le-banche-li-mettono-sul-tavolo.it>

⁶⁴ E&Y, *Asset Quality trends and NPLs management*, Maggio 2014

acquista l’NPL la fonte di guadagno principale è nel ricavato, appunto, dal recupero del credito che supera (o comunque dovrebbe superare) il prezzo sborsato. Nel frattempo aiutano gli intermediari nel disfarsi delle loro attività non strategiche. In fondo la gestione dei crediti dubbi è costosa per l’ente di credito e quando questi diventano eccessivi anche i costi iniziano ad esserlo. Questi operatori sono stati ribattezzati, appunto, gli “spazzini delle banche”⁶⁵.

Guardando alla realtà italiana chi è in grado di operare in questo comparto si può classificare sulla base di due indicatori: la *specializzazione*, ovvero fondi che hanno come oggetto sociale quello di investire e operare nello specifico mercato, oppure dalla loro *capacità di investimento*, in funzione della loro volontà di intensificare la piattaforma di servicing per l’operatività negli NPLs (Figura 3).

Figura 21 Il mondo dei buyers



Fonte:

Ernst & Young⁶⁶, 2014

⁶⁵ Gorla F, Serra e Company: *i predatori del credito perduto*, Corriere della sera/ Finanza e Risparmio, 12 Novembre 2014.

http://www.corriere.it/economia/finanza_e_risparmio/notizie/fondi-pulizia-bilanci-bancari-serra-42206754-6a4b-11e4-bebe-52d388825827.shtml

⁶⁶ E&Y, *Asset quality trends and NPLs management*, Maggio 2014

La matrice sopra riportata evidenzia come negli ultimi due anni, vista la crescita del settore, sempre più operatori abbiano iniziato a specializzarsi in questo segmento di mercato e di come altri, nel quadrante in alto a sinistra, abbiano deciso di investire molto a riguardo, dedicando divisioni al tema NPLs.

In un'intervista⁶⁷ condotta nel 2014 dall'European Portfolio Advisory Group della società di consulenza PwC nei confronti degli NPL's investors (Private Equity, Hedge funds, Investment banks) è emersa un'elevata aspettativa su questo genere di deals, tale da aver accumulato circa euro 60 miliardi di equity da investire nei non core assets europei. I cinquanta differenti gruppi intervistati giustificano questo impegno in termini di capitale perchè si aspettano volumi di cessioni in forte aumento nei prossimi anni visto il nuovo scenario. Il recente background economico e normativo richiede sempre più alle banche di rivalutare cosa sia veramente centrale per la loro strategia, e allo stesso tempo di essere più trasparenti sui loro non core assets, incentivando un veloce deleveraging. Gli enti di crediti sono chiamati a ridefinire ciò che è core ciò che non lo è e a tal proposito molti operatori di mercato si sono dimostrati pronti ad intervenire per sfruttare al meglio l'opportunità di rendimento.

Dal 2011 al 2013 ci sono state diverse iniziative di deleveraging in Europa. I mercati chiave si sono rilevati: la Germania, con cessioni pari a euro 180 miliardi di face value; la Spagna, con un valore complessivo di euro 170 miliardi; l'Inghilterra che ha registrato operazioni di disinvestimento per un totale di euro 160 miliardi. Il 31% degli operatori al mondo guardano all'Europa come il principale mercato di interesse.⁶⁸ Secondo l'indagine, seppure l'Inghilterra, Germania e Spagna rimangono primi in classifica, inizia a nascere l'interesse per altri potenziali mercati come l'Italia. La competizione inizia ad essere molto intensa in quei contesti e i rendimenti tendono ad appiattirsi.

Visto il dove sono indirizzati, bisogna capire cosa gli operatori di mercato cercano. Tra i vari cluster di NPLs, l'unsecured retail loans rimane il più richiesto (circa il 58% degli intervistati) anche perché rimane l'asset class più facilmente cedibile dalle banche per la limitata minusvalenza che genera in bilancio la sua cessione rispetto ad altri cluster. Con

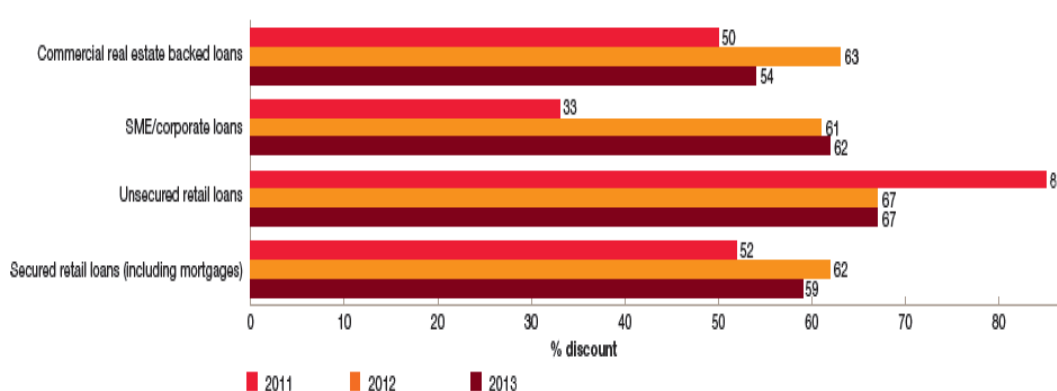
⁶⁷ European Portfolio Advisory Group, "European investor insights survey", Marzo 2014

⁶⁸ I dati sono tratti da: "Italian NPL market: increasing expectations in the European context", PwC, Settembre 2014.

la ripresa del mercato immobiliare anche il Credit Real Estate attrae il 53% dell'universo dei buyers. A seguire il segmento Corporate e SMEs che ne attrae il 55% e per ultimo il Secured Retail con il 42%.⁶⁹

Il vincolo più grande rimane sempre il prezzo. Chi compra applica un tasso di sconto sul valore nominale troppo distante da quello del cedente e la conseguenza è l'offerta di un prezzo troppo basso per quest'ultimo. Il grafico che segue (Figura 4) è il risultato dell'indagine condotta da PwC:

Figura 22 Tassi di sconto per cluster di portafoglio



Fonte: PwC, 2014

I tassi di sconto dal 2011 al 2013 sono diminuiti, ma sono comunque alti rispetto a quelli applicati dal cedente che attualizza al proprio costo opportunità (intorno al 3%-5%). I rendimenti richiesti dal compratore sono rimasti relativamente stabili dal 2011. Il 49% degli operatori nel settore si attendono un *internal rate of return* tra il 16%-20%; il 29% chiedono un IRR tra il 10%-15%, mentre il 22% spera di poter raggiungere un rendimento superiore al 20%⁷⁰. Indipendentemente dall'IRR atteso, il segmento *distressed* del mercato appare comunque come il più redditizio, tanto da spingere i potenziali compratori ad incrementare la loro disponibilità di capitali (60 miliardi di equity nell'anno 2014) per essere pronti ad investirvi.

⁶⁹ I dati sono tratti da un report di PwC: *The Italian NPL market*; Aprile 2014

⁷⁰ *Asset Quality Trends and NPLs Management*, E&Y, Maggio 2014.

Nonostante ciò la difficoltà di closing dell'operazione rimane elevata, visti i dati sul *bid-ask gap*. L'utilizzo dell'effetto leva finanziaria⁷¹, attraverso il supporto delle Banche d'affari internazionali, è un modo per diminuire questo differenziale e, recentemente, gli operatori di mercato si stanno dimostrando favorevoli. Finanziando a debito parte dei deals, supporteranno in proprio un rischio più basso, il che si traduce in un tasso di sconto minore (perché minore sarà il rischio percepito) e conseguentemente una riduzione del differenziale tra domanda ed offerta; allo stesso tempo impiegando una quota minore di equity anche il rendimento, che viene commisurato alla quota di capitale investito, risulterà maggiore. Il 34% degli intervistati⁷², si sono dimostrati ottimisti sulla disponibilità di risorse nel mercato del debito, e hanno pianificato di finanziare più del 50% del prezzo della transazione con l'uso della leva. Il 24% ritiene di finanziare meno del 50% dell'operazione, mentre il 42% preferisce non ricorrere al debito. La maggior parte degli operatori preferisce incrementare le proprie risorse finanziarie, ricorrendo a linee di credito bancarie o all'emissione di obbligazioni. Non risulta essere particolarmente utilizzato lo *Staple Financing*⁷³, ovvero un pacchetto di finanziamento offerto all'offerente da una banca d'investimento che allo stesso tempo opera come advisory del cedente (Figura 5).

⁷¹ Leva finanziaria: *possibilità di effettuare un investimento che riguarda un elevato ammontare di risorse finanziarie, con un basso tasso di capitale effettivamente impiegato*. Glossario Borsa Italiana;

<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Effetto%20Leva>

⁷² Report, *European investor insights survey*, European Portfolio Advisory Group, Pwc, Marzo 2014.

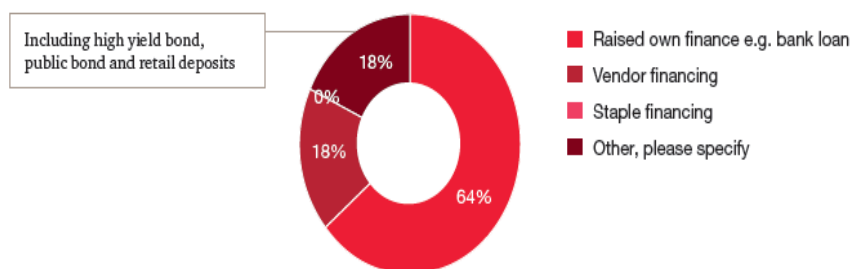
⁷³ Staple Financing: *"A pre-arranged financing package offered to potential bidders in an acquisition. Staple financing is arranged by the investment bank advising the selling company and includes all details of the lending package, including the principal, fees and loan covenants"*.

Questo metodo permette alla banca d'investimento di ricevere commissioni ambo i lati: dalla banca cedente, per l'attività di consulenza, e dall'offerente per il finanziamento concesso.

Definizione tratta da Investopedia.

<http://www.investopedia.com/terms/s/staplefinancing.asp#ixzz3cGLOJxet>

Figura 23 Fonte del debito



Fonte: PwC,
2014

Dalla stessa indagine condotta da PwC ⁷⁴, è emerso un altro importante elemento da tenere in considerazione: il prezzo non è l'unico elemento che condiziona la buona riuscita di un'operazione e non è soprattutto il più influente. Per l'84% degli intervistati, la qualità dei dati a supporto del deal è la prima e la cosa più importante che viene osservata; segue la disponibilità e l'accuratezza delle informazioni fornite. La location del portafoglio sottostante, che sott'intende la giurisdizione di appartenenza gioca anche esso un ruolo importante. All'ultimo posto di questa classifica, vengono inseriti fattori come la qualità dell'asset, il sistema competitivo, la performance di recupero, la valutazione del merito di credito.

3.2.2. Lato seller

Quali sono le aspettative di chi vende? Ottenere un alto prezzo, mantenere un' elevata capacità finanziaria, salvaguardare la propria immagine⁷⁵.

Il processo di vendita deve essere ben strutturato dalla banca cedente. Infatti garantire una gestione che assicuri massima trasparenza, che definisca i tempi delle procedure e in dettaglio tutto il percorso operativo, renderà più appetibile il *sell-off* per il mercato. Per portafogli di grandi dimensione si procederà con l'identificazione di un Campione

⁷⁴ European investor insights survey, PwC, Marzo 2014.

⁷⁵ Kittikulsingh S., *Non Performing Loans (NPLs): The Borrower's Viewpoint*, pubblicato in TDRI Quarterly Review, Vol 14, 4 Dicembre 1991, pag.19-30.

Rappresentativo, così che il relativo esame possa essere meno gravoso sia per chi cede sia per chi compra.

Scomponendo il processo in macrofasi è possibile individuare due momenti: il primo interno, volto alla raccolta dei dati per facilitare le decisioni sulle opzioni di cessione; il secondo in dataroom, per l'elaborazione del Business Plan finale e gestione delle controparti. Il fine ultimo è quello di definire un processo di cessione che sia il più compatibile possibile con gli indirizzi della banca⁷⁶. Questi ultimi possono essere più orientati alla massimizzazione del volume disinvestito piuttosto che alla massimizzazione della performance o, all'inverso, alla minimizzazione dell'impatto della strategia sul bilancio. Sotto il primo orientamento (focus sulla dimensione del portafoglio ceduto), gli effetti ricercati saranno quelli della riduzione al minimo dei costi di gestione, dell'assorbimento patrimoniale, del miglioramento degli indicatori contabili e della minimizzazione di possibili perdite future. Cercando il massimo rendimento possibile, invece, si vorrà gestire la cessione in modo da incidere il meno possibile sul conto economico e chiudere velocemente l'operazione. Combinando le due variabili si ricavano diverse opzioni strategiche, che andranno a massimizzare gli effetti dell'una piuttosto che dell'altra o ad ottimizzarli a livello complessivo. È importante però, avere sempre un occhio di riguardo alla comunità finanziaria. Esistendo un trade-off tra dimensione ceduta e performance, l'attivazione di operazioni simili sul mercato lanciano a questo un segnale: affinché esso sia positivo, la cessione deve riguardare un volume sufficiente a dimostrare la volontà dell'intermediario di essere più "clean" in termini di attivo di bilancio (Roland Berger, 2014). Esemplificativo al riguardo è un caso di studio realizzato su Banca Monte dei Paschi di Siena, da Roland Berger Strategy Consultants. La banca più antica del mondo, alla pubblicazione del nuovo piano industriale 2015-2018⁷⁷, si trova a dover gestire ben 24 miliardi di euro di crediti deteriorati (su un totale attivo di 187.525 milioni), il 2,7% in più rispetto alla fine del 2014 ed il 10% in più rispetto al 2013. Le rettifiche su crediti pesano sul conto economico per ben euro 5,7 miliardi. A livello di patrimonializzazione, l'Asset Quality Review ha riscontrato un Gap di capitale di 2,1

⁷⁶ Roland Berger, *Credito anomalo: leve industriali e azioni di discontinuità da esperienze recenti in banche italiane*, Ottobre 2014.

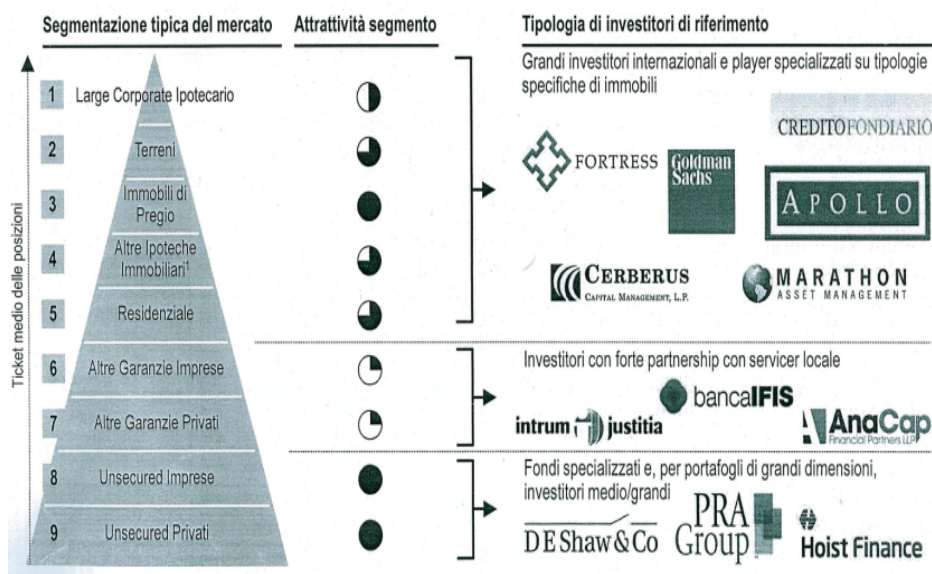
⁷⁷ I dati sono tratti dal nuovo piano industriale 2015-2018 di MPS.
https://www.mps.it/NR/rdonlyres/B91BA913-3EE0-44D9-AF1F-7394582BDC8C/76805/CS_risultati_GruppoMPS_Mar15_1930clean.pdf

miliardi di euro. Data la situazione in cui versa la banca, la società di consulenza ha stimato che un'operazione di derisking inferiore ad euro 1 miliardo non sarebbe significativa né per la ripresa dell'ente stesso, né per lanciare un segnale positivo al mercato.

Continuando ad analizzare il processo in dettaglio, la prima fase attiene all'attività di *pianificazione e di identificazione del portafoglio*. Consiste in tutte quelle operazioni che anticipano la fase di Due diligence vera e propria, ovvero l'individuazione delle figure competenti, la tempistica, la raccolta e preparazione di tutti i dati necessari alla successiva valutazione e *clusterizzazione* del portafoglio. È una fase dispendiosa in termini di risorse e di tempo.

Scomporre il portafoglio NPLs in cluster omogenei è utile al cedente per ridurre il trade-off tra domanda ed offerta. È possibile ipotizzare una classificazione dei crediti da cedere; strutturarla in ragione delle diverse tipologie di borrower e collateral, e riportarla in ordine crescente per ticket medio di posizione. Dalla segmentazione così realizzata è più semplice riconoscere quali appaiono più attrattivi in ragione delle varie tipologie di potenziali compratori, classificabili a loro volta in funzione della loro specializzazioni. Ad esempio la Roland Berger Strategy Consultants ha così operato (Figura 6):

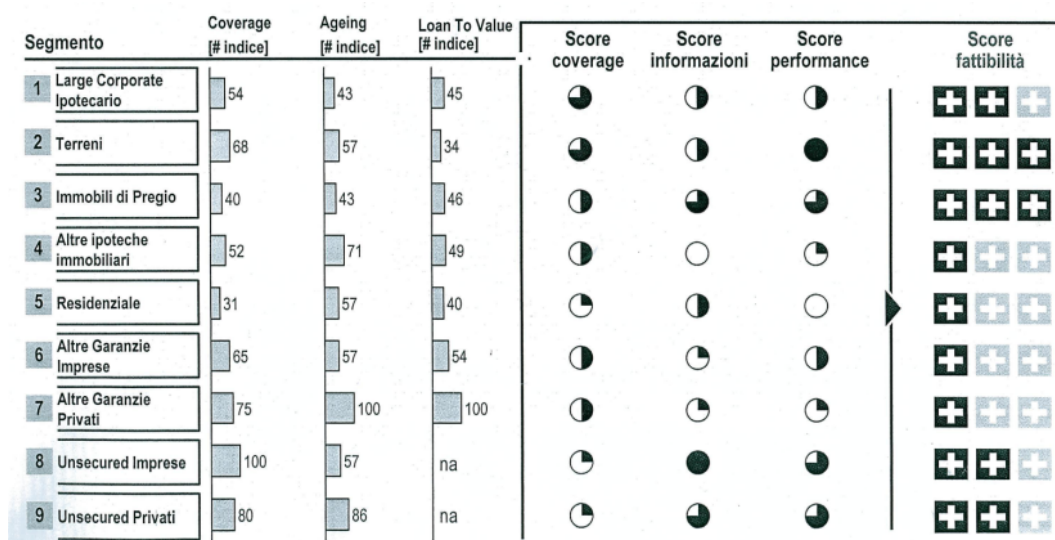
Figura 24 Clusterizzazione Portafoglio MPS



Fonte: Roland Berger, 2014

L'analisi di attrattività appena fatta deve essere poi coniugata con uno studio di fattibilità per la banca stessa. I segmenti del portafoglio sofferenze vengono analizzati attraverso indicatori come il tasso di copertura, il *loan to value* (ossia il rapporto tra il l'ammontare del finanziamento ed il valore del bene che il prenditore di fondi vuole acquistare con il denaro prestato), l'Ageing (da quanto tempo quel cluster è in NPL), e poi valutati e classificati attraverso dei punteggi, assegnati sulla base delle informazioni in merito e dell'incasso atteso dall'eventuale cessione. Utilizzando sempre il caso Mps, è possibile illustrare il meccanismo operativo (Figura 7).

Figura 25 Analisi fattibilità per la banca cedente



Fonte: Roland Berger, 2014

Al termine dell'attività di pianificazione, si procede in Data Room per un'accurata analisi di Due Diligence. L'attività in Data Room è particolarmente delicata e dispendiosa a livello di tempo e di risorse coinvolte. Consiste nello studio approfondito di tutti i fascicoli messi a disposizione per una valutazione delle pratiche e delle garanzie sottostanti, se il credito è secured. Attraverso questo step, la Banca viene a conoscenza di tutti quei dati sensibili che le permettono di procedere ad una valutazione preliminare del portafoglio NPLs, performance di rimborso e prezzo minimo di cessione.

Terzo step è la *valutazione*. Come si stima un portafoglio di crediti deteriorati e come si giunge al target price (Net Present Value)? Quando si valuta un portafoglio di bad loans,

l'obiettivo è quello di ricavarne il suo valore di recupero. Per calcolarlo è fondamentale ricavarsi tutti i flussi attesi di recupero dei crediti. Questi sono la risultante di⁷⁸:

- una serie di assunzioni apportate sul modello di calcolo, circa la probabilità del verificarsi di alcuni eventi futuri;
- elementi oggettivi come il Gross Book Value (il valore contabile del credito), la sua forma tecnica e la tipologia di garanzie;
- elementi soggettivi o stimabili come la strategia di risoluzione e la valutazione delle garanzie (particolarmente quelle reali) ai loro valori di mercato.

Il portafoglio viene scisso internamente in tanti *buckets* in funzione del tipo di credito (garantito o meno) e dal suo ammontare (Gross Book Value). La valutazione viene effettuata su un campione estratto dai buckets e su quello viene svolta l'attività di due diligence. Quando ad essere oggetto di stima è un secured loans, il valore di recupero può essere calcolato come il minimo tra tre elementi: la garanzia ipotecaria, il valore coattivo ed il GBV. Ai flussi di recupero andranno sottratti i costi legali e procedurali. Nel caso di unsecured loans, non si ha una base oggettiva di partenza come nel caso precedente, ma oltre ad essere analizzato caso per caso in funzione delle informazioni disponibili, si considererà come valore lordo di recupero una percentuale (fino al 10%) del GBV. Il target price o Net Present Value, ovvero il prezzo al quale la banca è disposta a vendere il proprio pacchetto, è il risultato dell'attualizzazione dei flussi appena ricavati al loro *costo del funding*, che in generale va dal 3% al 5%.⁷⁹

Al termine della valutazione viene predisposto un Business Plan finale, che sulla base di una serie di assunzioni e parametri inseriti nel modello di calcolo, evidenzia, sottoforma di cash flows mensile, gli incassi, le spese di gestione e procedurali, la tempistica, i valori attualizzati e gli indici finanziari.

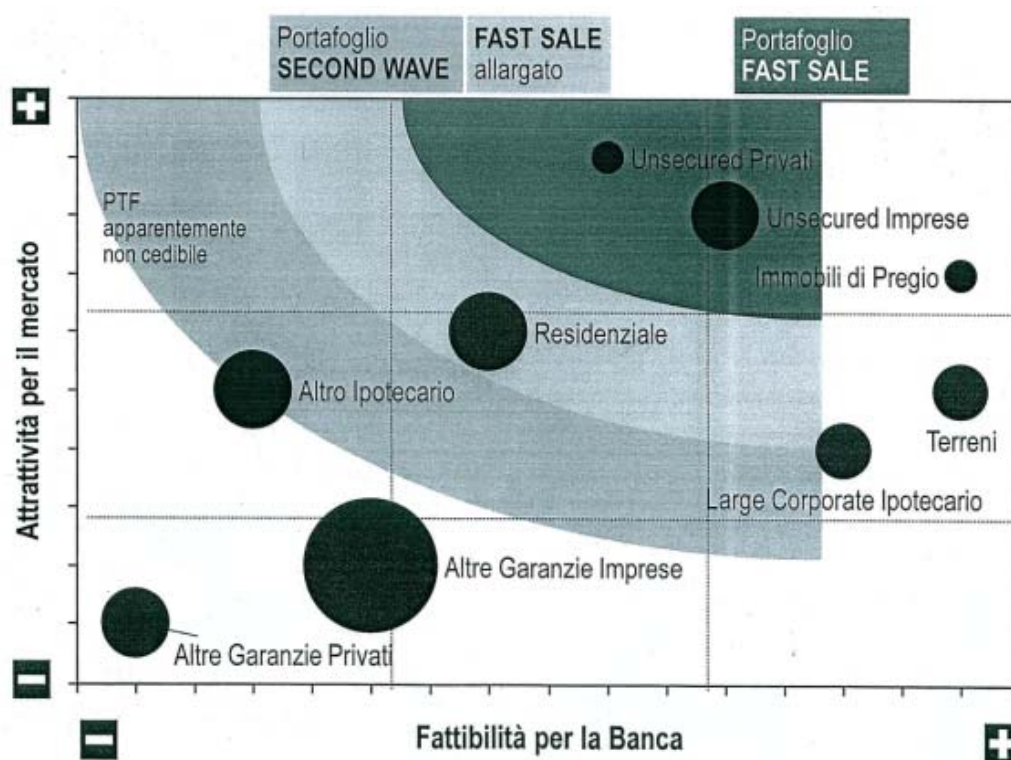
Quarto step da affrontare è il "*Developing Hypotheses*". Combinando le informazioni ottenute, ossia la conoscenza del mercato di riferimento e le caratteristiche dei cluster

⁷⁸ Morri G, Mazza A., Finanziamento Immobiliare, Non Performing Loans, cap 11, 2011.

⁷⁹ *Introduction to Italian Npl: Underwriting Methodology*, Goldman Sachs, Archon Group, Luglio 2011;

in portafoglio, è possibile sviluppare un percorso sostenibile di smobilizzo. L'incrocio tra esigenze di recupero della banca e la ricerca di rendimento dei potenziali buyers, consente di identificare cosa ha le caratteristiche giuste per un "fast sale", cosa invece richiede di essere ulteriormente esaminato o che non è apparentemente cedibile. Nello studio effettuato su Monte dei Paschi, in cui si richiedeva uno smobilizzo base di almeno euro 1 miliardo a fronte di 24 miliardi di crediti deteriorati a bilancio nel primo trimestre del 2015, sono state individuate le seguenti "waves" di cessione:

Figura 26 Percorso di cessione



Fonte: Roland Berger Strategy Consultants, 2014

Segue un altro step che non è sempre necessario, ma che è spesso utile per comprendere il *sentiment* del mercato ed il prezzo a cui è effettivamente cedibile in blocco il portafoglio. È la fase di *market testing*. In questo momento viene fuori la difficoltà maggiore di queste transazioni: il *bid-ask spread*. Per diverso tempo le condizioni di mercato non le rendevano convenienti né per una parte né per l'altra.

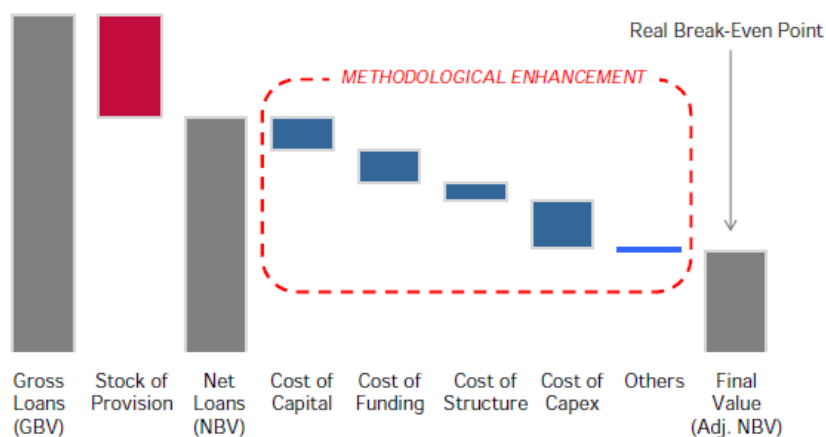
Entrambe le controparti valutavano l'oggetto di disimpegno con tassi di sconto eccessivamente diversi da rendere inconciliabili le rispettive aspettative di realizzo⁸⁰. Come il seller valuta l'asset è stato spiegato precedentemente; il procedimento adottato dal buyer è sostanzialmente lo stesso ma applica un tasso di sconto notevolmente maggiore. Il valore di bilancio viene corretto per tenere conto della sua rischiosità, e a questo vengono sottratti tutti i costi previsti per il recupero. Al NBV così determinato viene applicato uno sconto che per l'acquirente è in media del 15%-25%, ma che varia per le diverse tipologie di cluster. Inevitabilmente con due tassi di sconto così diversi, l'incontro tra domanda ed offerta diventa difficile. Recentemente, nonostante il peggioramento della qualità del credito, questo differenziale ha iniziato a ridursi soprattutto per l'incremento dei tassi di copertura richiesti dalle autorità nazionali.

L'obiettivo per garantire una buona riuscita dell'operazione è quello di massimizzare i processi competitivi, mantenendo sempre saldo il potere negoziale ed incrementando il più possibile il livello di offerta, per portare al rialzo i prezzi offerti. La ragione del Price Gap, ancora elevato, risiede nel diverso punto di partenza adottato dalle controparti per la definizione del prezzo a cui sono disposti a comprare e a vendere. Un modo per avvicinare i due Break Even Point è quello di far ragionare il cedente (la banca) come se fosse un investitore. Tale metodologia, ormai sviluppata da diverse società di consulenza per supportare l'intermediario nella realizzazione di operazioni straordinarie, è chiamata The Cost of Carry⁸¹ e tenta di valutare il reale valore di mercato del portafoglio. Il reale Break Even Point di vendita potrebbe essere differente da quello dedotto da una logica puramente contabile. L'implementazione The Cost Of Carry Methodology implica che al Net Book Value, ovvero il GBV dedotto degli accantonamenti, vengano sottratti tutti quei costi, opportunamente scontati, che si sarebbero dovuti sostenere in caso di mantenimento degli NPLs in bilancio.

⁸⁰ Deloitte, *Survey deloitte sui Non Performing Loans Italiani*, Outlook 2012-2013.

⁸¹ *Asset Quality Trends and NPLs Management*, E&Y, Maggio 2014

Figura 27 The Cost of Carry



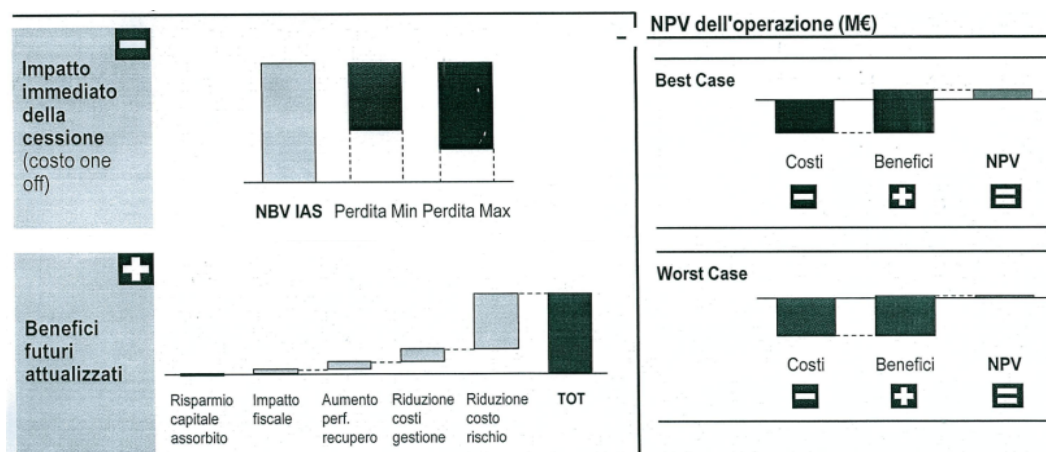
Fonte: E&Y,

2014

In poche parole, il valore finale per il cedente non è il Net Book Value attualizzato al suo costo opportunità; bensì è l'adjusted Net Book Value adeguatamente attualizzato. L'Adj. NBV riflette il minor valore del semplice NBV, perché sconta una serie di costi, che in caso di cessione diventerebbero risparmi, come: il costo del capitale, del funding, costi di gestione e del personale, ecc..

Indipendentemente da ciò, i crediti in default rappresentano una perdita per la banca; con la loro cessione questa non viene annullata ma può essere in questo modo ridotta. Da qui l'importanza dell'individuazione di una corretta strategia di disinvestimento, ovvero quella che ha il minor impatto sul Profit & Loss del cedente. Bisogna confrontare l'impatto immediato della gestione con i benefici futuri attualizzati.

Figura 28 NPV dell'operazione



Fonte: Roland Berger Strategy Consultants, 2014

Perchè un'operazione sia sostenibile, deve avere un Net present Value positivo, ovvero avere dei benefici che superano i costi sostenuti. In questo caso, dunque, il costo è rappresentato dalla perdita registrata a conto economico che deve essere confrontato con il valore ad oggi (data di closing dell'operazione) di tutti i risparmi derivanti dal disinvestimento. I benefici includono: risparmio in termini di capitale assorbito, riduzione del cost of risk e dei costi di gestione, aumento della performance di recupero, benefici in termini di impatto fiscale.

Da ultimo in data room, si giunge alla predisposizione della strategia per la sua attuazione. Durante questa fase la banca assolve le funzioni di: definizione di tutto il procedimento competitivo, predisposizione dei documenti e fascicoli relativi ai crediti oggetto di due diligence, identificazione degli investitori e gestione delle controparti per l'apertura della negoziazione con la scelta del maggior offerente.

3.3 *Bad Bank*

"Banks must liquidate their NPL in order to raise funds to finance the real economy" (Banca d'Italia, 2014). Ignazio Visco, il Governatore di Banca d'Italia, ha riconosciuto la costituzione di una Bad Bank come un'opzione strategica che potrebbe risollevare più rapidamente le sorti degli istituti di credito italiani. Diversi sono gli esempi nel tempo dell'utilizzo di questo strumento ed i risultati sono stati positivi. I più recenti sono i casi dell'Irlanda (con NAMA), e della Spagna (con SAREB). L'Italia, con i suoi 300 miliardi di crediti non performing, dovrebbe guardare proprio a questi casi virtuosi per attuare un'attenta, ma soprattutto, efficiente attività di deleveraging e de-risking dell'attivo bancario (Lorenzo Bini Smaghi, 2015). Nel breve termine quello che si vuole ottenere è un miglioramento dei bilanci bancari, rendendoli più appetibili al mercato, e conseguentemente rafforzare i parametri di vigilanza, nel rispetto della nuova normativa di Basilea e dei risultati emersi dall'AQR.

Ma cosa si intende per Band Bank? È un' Asset Management Company, una società costituita ad hoc per fare da "contenitore" dei crediti malati delle banche nazionali (Il Fatto quotidiano, 2014). Lo dice la parola stessa "bad", che al contrario di quella "good", convoglia tutta la componente tossica di un istituto di credito, essenzialmente crediti in sofferenza⁸². Di questo strumento ne esistono diverse versioni: di sistema o privata, specializzata in una singola asset class di portafoglio o in differenti cluster dello stesso asset, ecc..

In tutti i casi è comunque una struttura societaria costituita appositamente per rimuovere tutti i bad assets (ampi portafogli di crediti in sofferenza) da tutte le banche e trasferirli nel veicolo dedicato (SPV o AMC) che li compra a prezzi scontati⁸³. Mentre da un lato le banche possono beneficiare di migliori ratios patrimoniali (gli istituti non devono più allocare capitale a fronte di eventuali perdite su crediti) e di liquidità (il pay-off della disinvestimento è solitamente in cash) conseguenti il disinvestimento di tali portafogli dai propri bilanci, dall'altro l'AMC cerca, in un arco di tempo determinato, di recuperare il più possibile di tali crediti con strumenti e professionalità specifiche. Solitamente è una società ad azionariato misto, pubblico-privato, con la presenza dello Stato sotto il 50% del capitale sociale.

⁸² *Che cos'è una Bad bank?*, Borsa Italiana, Aprile 2014.

<http://iononicascopiu.it/archives/che-cose-una-bad-bank/>

⁸³ *Bad bank, ecco cos'è la "disarica dei crediti malati" che piace a Bankitalia*, Il Fatto Quotidiano, Febbraio 2014;

<http://www.ilfattoquotidiano.it/2014/02/11/bad-bank-ecco-cose-la-riserva-dei-crediti-malati-che-piace-a-bankitalia/876436/>

Figura 29 Come funziona una Bad bank



Fonte: Borsa
Italiana

I titoli tossici sono conferiti ed isolati nel veicolo ad hoc, in quest'ultimo avviene una scissione azionaria, attraverso la sottoscrizione di azioni privilegiate da parte del governo e l'emissione di titoli ordinari vendibili al mercato. La società liquiderà, poi, gli asset ottenuti quando sarà diminuito il differenziale tra valore di mercato e valore nominale.

Generalmente, si fa riferimento ad una Bad Bank pubblica, anche se negli ultimi anni diversi intermediari internazionali, mentre alcuni nazionali si stanno apprestando a farlo, hanno adottato lo schema di una realtà privata, che scorpori la parte non core dell'istituto dalla restante operatività. In entrambi i casi l'obiettivo della sua costituzione è quello di gestire e risolvere il problema degli NPLs in pancia agli istituti, permettendo alla banca di tornare a concentrarsi sul proprio business e di recuperare più facilmente la redditività persa negli anni⁸⁴. Non esistono, comunque, delle evidenze empiriche che dimostrino la maggior efficienza ed efficacia di una soluzione privata piuttosto di quella pubblica. Ignazio Visco, Governatore della banca d'Italia, nei primi mesi del 2015 ha iniziato ad esaminare l'ipotesi di crearne una *di sistema*, tanto che il Governo ne ha promesso una soluzione entro Giugno 2015. Parlare di una Bad Bank pubblica, vuol dire mettere in gioco soldi statali (pubblici, quindi), e allo stesso tempo rischiare di veder

⁸⁴ *Bad Bank: cos'è e perché l'Italia ne ha bisogno*; Panorama, Febbraio, 2014; <http://www.panorama.it/economia/opinioni/bad-bank-italia-banche/>

compromesso il rating del Paese se l'intervento dovesse risultare molto consistente (Deloitte, 2014)⁸⁵.

Nel momento in cui avviene lo spin-off dei bad assets, la banca immediatamente registra una perdita (per la differenza tra il valore di libro e quello di trasferimento), che viene spesso colmata con una ricapitalizzazione della banca stessa ad opera dei propri azionisti o attraverso un contributo statale. Nella migliore delle ipotesi l'AMC non solo riesce a recuperare tutti i crediti che si è accollato, ma lo fa anche ad un prezzo più alto di quello che li ha pagati. Ma se il contesto economico non migliora questo potrebbe anche non accadere, rendendo più difficile per lo Stato rientrare del proprio denaro. In questo caso, non solo l'Asset Management Company subirà una perdita, ma i soldi anticipati e non restituiti allo Stato, graveranno sul bilancio statale e si trasformeranno in Debito Pubblico. Per questo aspetto, si è spesso scoraggiato l'utilizzo di questo veicolo societario. È difficile stimare quanti crediti dubbi debbano essere ceduti per garantire una chiara pulizia dei bilanci bancari e con essi di quanto dovrebbe ammontare l'intervento statale, mentre il rischio di un impatto negativo sullo Standing creditizio del Paese è elevato.

Eppure la Bad Bank nazionale è una soluzione che può risultare particolarmente vantaggiosa sia per la banca cedente sia per i debitori stessi⁸⁶. Per gli istituti di credito il beneficio risiede nel ricevere cassa a fronte del disinvestimento, migliorando i propri coefficienti di liquidità, e nel vedersi ridurre gli accantonamenti di capitale per l'abbattimento del rischio. Il beneficio maggiore per l'intermediario è dato però, dalla riduzione del gap di prezzo che, come è stato più volte detto, caratterizza queste transazioni. La minusvalenza che è costretto a registrare in bilancio è limitata, ed inferiore, rispetto a quella che rischia di subire nel caso di una pura cessione. La Bad bank di sistema, appare infatti, come un giusto compromesso: il prezzo di trasferimento, come si vedrà, è infatti inferiore al valore di libro ma superiore a quello di mercato. Il divario tra prezzo richiesto dalle banche e quello offerto dai possibili buyers è ridotto in presenza di AMC. Queste diventano titolari dei prestiti e come tali interverranno per il

⁸⁵ *The deloitte Italian NPL Outlook 2014-2105*, Deloitte, 2014.

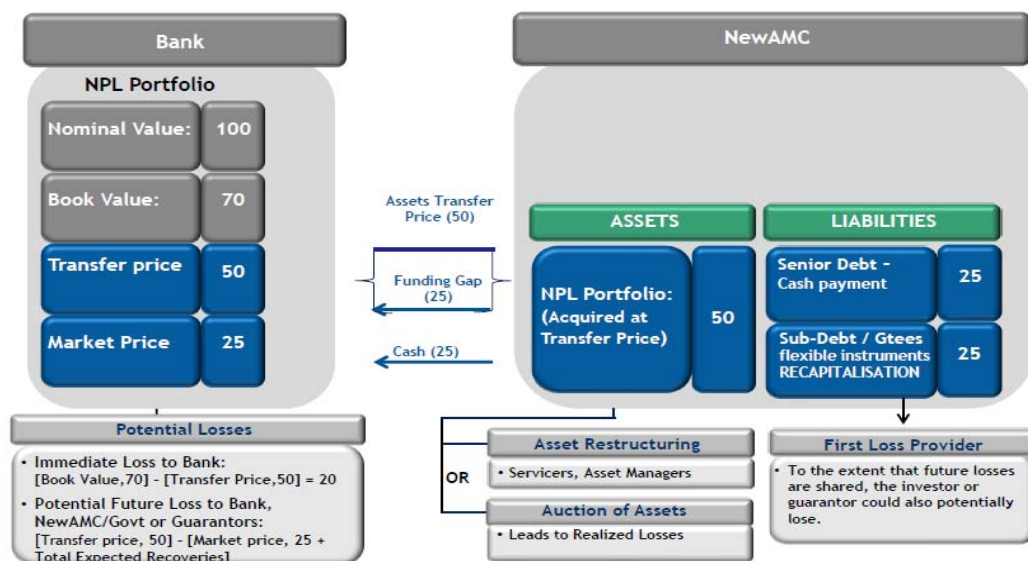
⁸⁶ *Bad bank: ecco cos'è la discarica dei crediti malati che piace a Bankitalia*, Il Fatto Quotidiano, Febbraio, 2014.

recupero, consentendo ai debitori di negoziare un piano di ristrutturazione ed allo stesso tempo alle banche è consentito di investire nelle società stesse e partecipare agli eventuali *upside* (profitti) derivanti dall'attività delle AMC. Con la presenza dello Stato nella Bad bank poi, in virtù della sua natura, i debitori potranno beneficiare di un riscadenzamento dell'obbligazione meno pressante di quanto possa essere con soggetti privati, ottenendo più tempo per risanare la posizione. A volte la stessa Asset Management Company, oltre ad essere contenitore dello "scarto" delle banche, diventa soggetto attivo investendo direttamente nelle società in difficoltà, promuovendo se necessario anche una riorganizzazione aziendale (caso di KKR con UniCredit e Intesa). Inoltre le AMC potrebbero comprare le partecipazioni detenute dalle banche, derivanti dalla compensazione estintiva (debt-equity swap) attuata in caso di ristrutturazioni aziendali, riducendo il rischio di mercato a cui le banche sarebbero esposte.

3.3.1. Strutturazione interna

Una Bad Bank è costituita in modo tale da non incidere eccessivamente sui bilanci della banca cedente. Spesso il valore di bilancio dei crediti posseduti non riflette il loro reale valore. Quindi primo aspetto a cui la Bad Bank deve dare una soluzione è minimizzare le perdite che gli istituti di credito subirebbero dallo scorporo. Questi non possono permettersi di vendere al valore di mercato, perché la perdita subita richiederebbe un rafforzamento di capitale notevole. L'ACM prevede, infatti: un trasferimento dell'asset ad un valore superiore a quello di mercato; un sistema per ricapitalizzare le banche; un meccanismo di condivisione delle perdite future potenziali sulla differenza tra il prezzo di mercato e quello di trasferimento.

Figura 30 Bad bank



Fonte: The World Bank e IFC, 2012

La Figura 10 è utile a capire come è strutturata una Bad Bank di sistema. Immaginando che l'intermediario costretto a disinvestire abbia un portafoglio di NPLs di un valore nominale pari a euro 100 e che il suo valore contabile sia di 70, viste le mutate condizioni economiche, il valore di mercato dello stesso (essenzialmente delle garanzie sottostanti) è sceso a euro 25. Procedere con una cessione diretta, vorrebbe dire registrare una perdita pari a euro 45 (la differenza tra Book value a Market price). Costituire un Asset Management Company risolve parzialmente il problema: il tema chiave è la definizione del prezzo di trasferimento. Il *transfer price* dovrà essere stabilito sulla base di un meccanismo di pricing, approvato dal regolatore nazionale, che sia sufficientemente oggettivo, ovvero che si fondi su delle solide basi economiche e finanziarie. Il prezzo risultante sarà, inferiore al valore di libro, ma superiore a quello di mercato: parte del gap viene dunque risolto. Il prezzo di trasferimento o il long term economic value (LTEV) riflette il valore che l'asset potrebbe avere in caso di una stabilizzazione del sistema finanziario. La stima del valore economico⁸⁷ avviene con le convenzionali tecniche di valutazione che devono essere approvate dal regolatore nazionale e dalla commissione europea. Il punto di partenza è il valore di mercato; a

⁸⁷ Asset Management Company for Assets Arising from Bank Restructuring, FROB, Novembre 2012.

questo viene aggiunto il recupero totale atteso all'interno dell'arco temporale che l'AMC si è data nello statuto. Il valore atteso è il risultato di una due diligence di portafoglio, valutazione del collateral sottostante, delle strategie e tempo di recupero, ed il tasso di sconto applicato per il calcolo del valore attuale. Per completare il calcolo, a tale valore stimato bisogna apportare un aggiustamento: dovranno essere dedotti i costi operativi legati alle procedure di recupero, ed i costi di finanziamento. In media, si stima che l'*haircut* sul Gross Book value sia intorno al 63% (variano poi in funzione dell'asset class). In questo caso LTEV è pari a 50 euro.

Al momento dello scorporo, la banca cedente registra una perdita data dalla differenza tra GBV (70 euro) e il Transfer price (50 euro). Alcune potrebbero richiedere una ricapitalizzazione per coprire la perdita subita.

Uno degli obiettivi dell' SPV è fornire liquidità alle banche partecipanti; per cui a fronte delle attività trasferite, l'AMC emette bond (titoli di debito) garantiti dallo stato, che possono essere usati come collateral per operazioni di REPO⁸⁸ presso la BCE, sottoscritte dalla banche partecipanti.

La Bad Bank, dunque paga il prezzo di trasferimento o LTEV all'ente creditizio in cash, e la differenza tra valore di mercato e quello di trasferimento può essere coperto in diversi modi, dalla ricapitalizzazione con soldi pubblici o in notes garantite dallo Stato.

Il lato destro del bilancio della Bad Bank, racconta le fonti di finanziamento della società stessa. In linea generale è possibile individuare due macroclassi di risorse, tra le quali possono svilupparsi diverse linee di credito con diverse priorità nella cascata dei pagamenti:

- emissione di debito a livello Senior, che viene emesso ed offerto al pubblico degli investitori privati e International Financial Institutions (come le Banche di Sviluppo ed il Fondo Monetario Internazionale). Tale emissione ha uno schema essenzialmente standardizzato e viene utilizzato per pagare il market price del portafoglio NPL acquisito.

⁸⁸ "Repurchase Agreement (Repo): uno strumento di gestione del danaro a breve: dei due contraenti, uno vende un titolo contro contanti, e allo stesso tempo si impegna a riacquistare quel titolo allo scadere di un breve periodo (dall'overnight a qualche mese), dietro pagamento del prezzo originario aumentato dell'interesse. Le Banche centrali utilizzano il pronti contro termine per aggiungere o togliere liquidità al sistema bancario", definizione del Sole 24ore.

- Emissione di debito subordinato/garanzie, possibilmente fornito dal governo o dalle *International Financial Institutions* (IFIs), che serve a coprire il differenziale tra il valore di mercato e quello di trasferimento. Al contrario del caso precedente, si è in presenza di uno schema variabile: il pagamento di interessi e del valore nominale è collegato ai risultati raggiunti dall'AMC. Per compensare il maggior rischio, tale strumenti potrebbero fornire un upside potenzialmente illimitato, in funzione dei risultati raggiunti.

Una soluzione alternativa, ma con lo stesso scopo dello schema analizzato, è rappresentata dalla *Bad Bank privata*. Diversi operatori ci stanno lavorando, mentre all'estero sono già presenti da anni. Il task richiesto è sempre quello di trovare una *"soluzione innovativa finalizzata a ottimizzare le performance e massimizzare il valore di un selezionato portafoglio di crediti in ristrutturazione attraverso la gestione attiva degli asset e l'apporto di nuove risorse finanziarie"* (Panorama, 2014). La differenza essenziale con quella sistemica è l'assenza di partecipazione statale, non gravando pertanto sul bilancio pubblico.

L'intermediario o un Pool di banche confluiscono i crediti dubbi, generalmente in comune, in una struttura privata (Newco o società veicolo), che si occuperà della relativa gestione. La società neo costituita vedrà come azionisti di maggioranza dei fondi o operatori specializzati, mentre le banche partecipanti potranno detenere delle quote di minoranza ed eventualmente beneficiare di potenziali upsides. Con tale struttura azionaria, non solo la società veicolo diventa proprietaria degli assets trasferiti, ma i fondi specializzati ottengono sufficiente potere contrattuale da poter investire ed entrare nella governance delle società insolventi attivando piani di riorganizzazione e ristrutturazione ad hoc.

Le banche, subiscono un trasferimento del rischio, diventando soggetti creditori della società così costituita e non più delle aziende in difficoltà. La realtà privata potrebbe optare anche per la cartolarizzazione dei crediti ottenuti: in questo caso, gli intermediari otterrebbero dei bond rappresentativi degli asset trasferiti, con diverse tranche (senior o junior) che ne definiscono la rischiosità e la priorità nella cascata dei pagamenti.

Capitolo 4

ITALIAN NPL MARKET

L'obiettivo del presente capitolo è quello di fare un focus sul contesto italiano. "Tutti pazzi per le sofferenze bancarie", è il titolo di un articolo pubblicato da LinKiesta il 26 Ottobre 2014, ed è simbolico della centralità del tema nel nostro Paese. I non performing loans continuano ad aumentare mese per mese, ed anche con un ritmo elevato. Crescono ad un ritmo superiore al 20%, mentre le ultime stime sul GDP italiano si attestano intorno allo 0.6%. Analizzando i bilanci delle banche si può comprendere la situazione di vulnerabilità in cui versa il sistema creditizio italiano. In materia NPL l'Italia è la prima della classe e in questo si distingue in negativo nel Continente. Allo scoppio della crisi il rapporto crediti inesigibili/ totale prestiti sfiorava il 4%; oggi lo stesso rapporto è salito al 20%⁸⁹. Quello degli NPLs è un business in costante crescita, uno dei pochi in Italia, e che vedrà il suo boom nel giro dei 3-5 anni⁹⁰.

Dati alla mano e vista la correlazione empirica tra volume NPLs e valore di mercato, che passa attraverso anche il più basso indice di redditività, i manager bancari italiani hanno catalizzato la loro attenzione sulle strategie di deleveraging.

Come si stanno approcciando gli istituti di credito italiano al problema?

4.1. Panorama del mercato NPL in Italia

Il mondo dei distressed debt è diventato un vero e proprio settore finanziario, fatto di investitori, di loan services, asset managers. È una realtà particolare, che si muove su una logica differente da quella solita. Solitamente un Business, qualunque esso sia, è guidato da una logica di mercato e cresce, generalmente con il mercato stesso. Nel caso che si sta analizzando, invece, sono le situazioni di crisi che stimolano la nascita e lo sviluppo di una fonte di guadagno. La crisi diventa un'opportunità. Guardandolo dalla prospettiva di un'istituzione finanziaria, ma lo stesso vale per qualunque altro tipo di

⁸⁹ "Bad Bank, 330 miliardi di crediti bancari a rischio. Ecco perché il governo pensa di intervenire", The Huffington Post, Febbraio 2015.

⁹⁰ Asset Quality Trends and NPLs Management, E&Y, Maggio 2014.

impresa, l'approccio della Good Bank è quello di focalizzarsi sul cliente e sulla sua soddisfazione. È lui la principale fonte di guadagno. Si cerca di instaurare salde relazioni con il *borrower* (o in generale, il cliente, se si considera il mondo del corporate nel suo complesso) per fidelizzarlo. La sistematicità, e quindi la ripetitività del business, è un altro elemento che identifica il “buon” mercato. Per poter vincere ed aver successo conta la buona reputazione ed immagine di se stessi che si è stati in grado di costruire e mantenere nel tempo. Per le banche soprattutto, la fiducia del mercato nella loro competenze e solidità è fondamentale. In fondo il loro business si basa su un sistema di relazioni che devono essere costantemente alimentate, ed un calo di fiducia potrebbe minarle. Non a caso la normativa di Basilea riconosce il rischio reputazionale⁹¹, come un rischio (precisamente di secondo pilastro) e come tale deve essere monitorato. Da ultimo, in una situazione di normalità, i costi alla base del business sono molto alti, basti pensare a tutti gli investimenti in formazione e risorse umane, per reclutare i migliori talenti per sostenere la competitività dell'azienda in una fase di forte espansione del mercato.

Nel mondo del distressed, la logica sottostante è totalmente differente. Sono le situazioni di crisi a stimolare la nascita di un simile mercato. La crisi bancaria, in questo caso, ha reso necessario che si catalizzassero tutte le risorse sull'individuazione di strategie più idonee per far fronte alla crisi di redditività che gli istituti stanno vivendo e che rompesse la spirale “credito - sofferenze - credito” da tempo in atto (The Huffington Post, 2014). La *mission* è la massimizzazione della performance di recupero. Le banche hanno perso credibilità sul mercato, i loro titoli hanno subito delle flessioni, il loro sistema di relazioni è minato dal calo di fiducia, pertanto necessitano di sviluppare strategie per ripristinarla. In una situazione di crisi anche i valori degli assets subiscono un calo. Gli investimenti si riducono, i tagli dei costi sono la risposta alla difficoltà finanziaria, economica e patrimoniale. In virtù della sua natura, il “bad” market è un business che si manifesta non di frequente, proprio perché legato a fenomeni di crisi che per definizione non sono la normalità.

⁹¹ Si definisce *Rischio Reputazionale*, il rischio attuale e prospettico di una perdita, di una flessione degli utili o di un calo del valore del titolo, derivante da una percezione negativa dell'immagine della banca da parte di clienti, controparti, azionisti, investitori o autorità di vigilanza. <https://www.unicreditgroup.eu/it/investors/risk-management/operational.html>

Questo nuovo settore finanziario, risultato delle operazioni di disinvestimento degli istituti di credito, seguono il muoversi delle crisi finanziarie nel mondo. È un mercato ciclico che parte da lontano⁹², negli Stati Uniti d'America nel 1989, e che vede l'Europa negli ultimi 5 anni come la protagonista del settore, mentre l'Italia si appresta a diventarla nei prossimi 3-5 anni. Il primo grande mercato degli NPL è nato negli USA con 400 miliardi di dollari di non performing ceduti; segue il Giappone con un trend crescente di sofferenze dai primi anni '90, che ha toccato il massimo nel 2001, e solo nel 2003 il sistema bancario riuscì a risanare il gap di redditività. Dal 1991 al 1993 fu la volta del nord Europa, in cui la soluzione alla crisi bancaria fu trovata nella nazionalizzazione di alcune banche Svedesi. Con la crisi finanziaria del 2007-2008, il ciclo degli NPLs si è spostato nel resto dell'Europa: Spagna e Irlanda hanno a suo tempo lavorato ad una soluzione di Bad bank di sistema, riportando oggi notevoli risultati. L'attenzione è ora tutta rivolta sull'Italia, in cui le banche si trovano a dover lanciare un'intensa operazione di deleveraging per smaltire euro 330 miliardi di crediti inesigibili.

Il mercato di quello che potrebbe essere definito lo “scarto” delle banche, ovvero quelle attività non core di cui devono liberarsi, è particolarmente attrattivo. Operatori esteri, in particolar modo perché nel nostro paese non è un settore ancora sviluppato, guardano agli enti di credito italiani con molta attenzione perché sono consapevoli della redditività che un tale business offre. Nei paesi in cui il fenomeno era già esploso, la concorrenza si sta facendo alta e con essa la redditività dell'investimento si appiattisce. In una scala dei rendimenti, quelli generati dall'attività sugli NPLs sono i più alti⁹³. Nel 2013 la media dei rendimenti è stata del 13,28% e le attese in merito rimangono tra il 15%-20%. Il fatto di rendere più di qualsiasi altro investimento riflette anche la rischiosità dello stesso. Entrare nel business degli NPL rende molto di più rispetto al mercato azionario, che nello stesso anno offriva il 12.50%. Un rendimento pari al doppio di quello riconosciuto dal comparto Fixed Income (obbligazioni e titoli di stato).

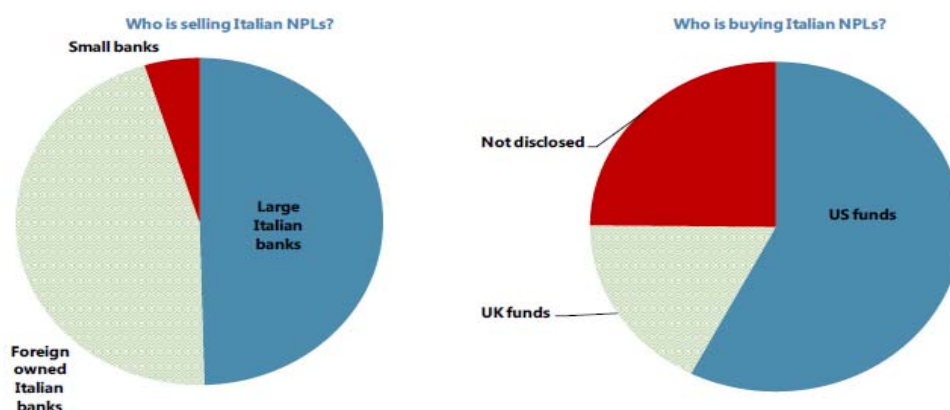
Per quanto riguarda lo stato dell'arte degli NPLs in Italia, rispetto all'impennata dei crediti non performing, un loro mercato è ancora in fase embrionale. Le banche hanno disinvestito i loro non core assets per solo l'1%, in confronto alla dimensione totale del

⁹² Asset Quality Trends and NPLs Management, E&Y, Ottobre, 2014

⁹³ Asset Quality Trends and NPLs Management, E&Y, Maggio, 2015

mercato pari a euro 330 miliardi. Gli assets disinvestiti hanno riguardato quei crediti andati in default ormai da più di 10 anni, per il semplice fatto che erano ormai totalmente accantonati e la loro cessione non avrebbero apportato alcuna perdita a conto economico. Chi disinveste in Italia sono i grandi Gruppi Bancari, chi compra invece sono principalmente operatori anglosassoni: Private Equity e Hedge Funds americani ed inglesi.

Figura 31 Chi compra e vende NPLs italiani



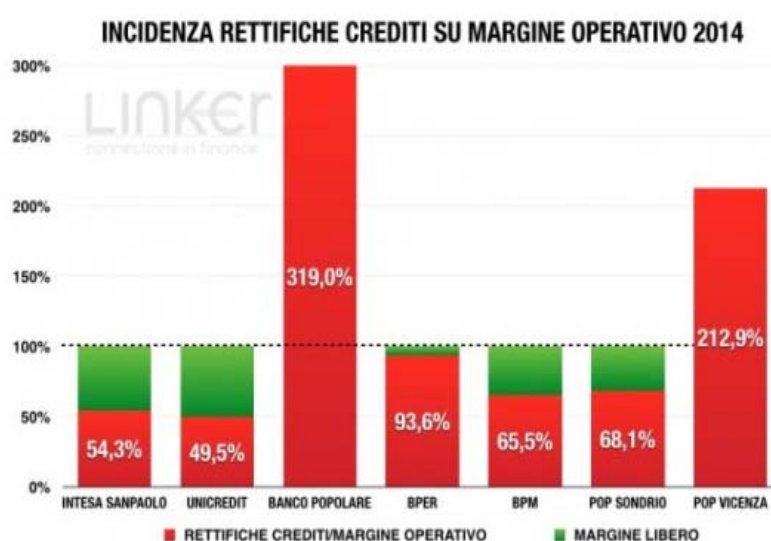
Fonte:IMF, 2015

Mentre il mercato statunitense è fortemente dinamico sia in termini di numero di operazioni che di controvalore, quello in Europa sta lentamente emergendo. Nel 2010 il mercato si è dimostrato di un valore pari a euro 11 miliardi, nel 2013 è salito a euro 64 miliardi⁹⁴. Le realtà particolarmente attive sono state quelle della Spagna, Germania, Irlanda ed Inghilterra. In Italia stanno iniziando a nascere iniziative che guardano a quelle realtà, come promuovere un veicolo di sistema che aiuti le banche a sbloccare la loro operatività.

La situazione attuale degli NPLs in Italia ha richiamato l'attenzione anche del Fondo Monetario Internazionale, ricordando la necessità di interventi urgenti. Gli intermediari italiani hanno da sempre rimandato operazioni di deleverage, nascondendo nella poca trasparenza dei bilanci la reale situazione in cui versavano, probabilmente anche per

⁹⁴ *Italian NPL market: increasing expectations in the European context*, PwC, Settembre 2014

timore di avere ripercussioni sulle loro valutazioni. Uno studio⁹⁵ del IMF spiega l'entità del problema e che qualora non si stimolassero nell'immediato cessioni di questo tipo, la questione continuerebbe ad aggravarsi. Ad un tasso di cessione corrente pari all'8% si toccherebbe nel 2019 il picco massimo di NPLs, e da allora sarebbe necessaria un'accelerazione di cinque volte superiore, per tornare ai livelli pre-crisi nell'arco di dieci anni⁹⁶. Non disinvestire vuol dire penalizzare ulteriormente la redditività delle banche stesse. Gli NPLs non sono fonte di ricavi, non producono cassa da interessi, bensì diventano una componente negativa di reddito: utile compresso dai costi legali, amministrativi, di gestione, ma soprattutto dalle rettifiche su crediti.



Fonte: Huffington
Post, 2015

Il grafico è abbastanza indicativo sul peso che gli NPLs hanno sul margine operativo, attualmente, delle banche. Potendo mettere insieme il bilancio delle prime undici banche italiane, si avrebbe un margine operativo di euro 24 miliardi, ma le rettifiche su crediti complessive ammonterebbero ad euro 25 miliardi (The Huffington Post, 2015) . Vi è una chiara distruzione di valore. Anche dal lato del capitale emerge la stessa considerazione: il costo del capitale per detenerli in bilancio è pari al 6% per le Grandi

⁹⁵ "A strategy for developing a market for Non Performing Loans in Italy", working paper, Febbraio 2015.

⁹⁶ Risultati emersi dal working paper del fondo monetario, *A strategy for developing a market for Non Performing Loans in Italy*.

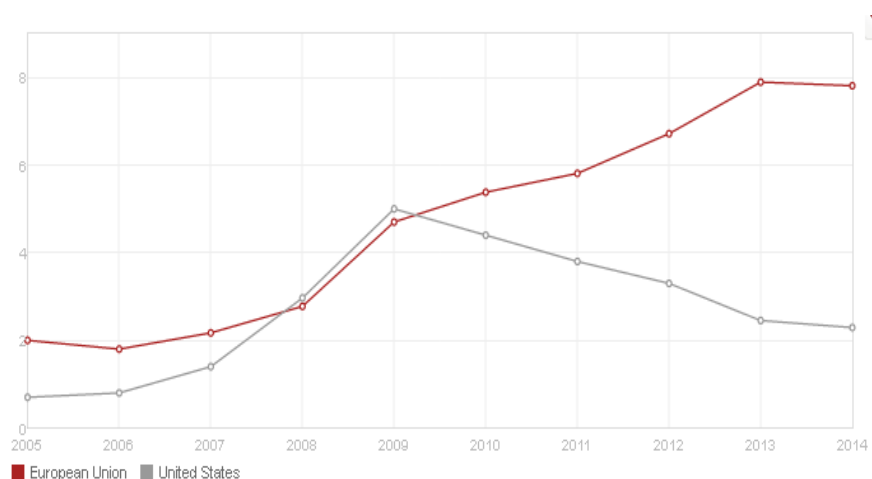
banche, ma che può salire al 12% per quelle di più piccole dimensioni⁹⁷. Il deterioramento della qualità del credito è un fattore che spiega la più bassa valutazione che le banche italiane hanno rispetto ai loro competitors internazionali. Sono percepite come più rischiose, lo dimostrano anche i maggiori CDS Spread che gli vengono riconosciuti.

4.2. L'Italia, l'Europa, il Mondo

I non performing loans non sono una debolezza tutta italiana, ma è sufficiente compiere un confronto con le altre realtà, per capire come l'Italia sia l'unica a subirne ancora le conseguenze. L'aumento del credito anomalo è una delle principali difficoltà che incontra il sistema finanziario italiano e che comprime continuamente la redditività delle banche stesse.

La figura 2, utilizzando i dati⁹⁸ forniti dalla Banca Mondiale, mette in relazione l'NPL ratio degli Stati Uniti e dell'Europa dal 2005 alla fine del 2014. È indicativo di un sistema creditizio americano molto più sano e solido di quello europeo.

Figura 32 NPL ratio USA Vs Europa



**Fonte: the
World Bank**

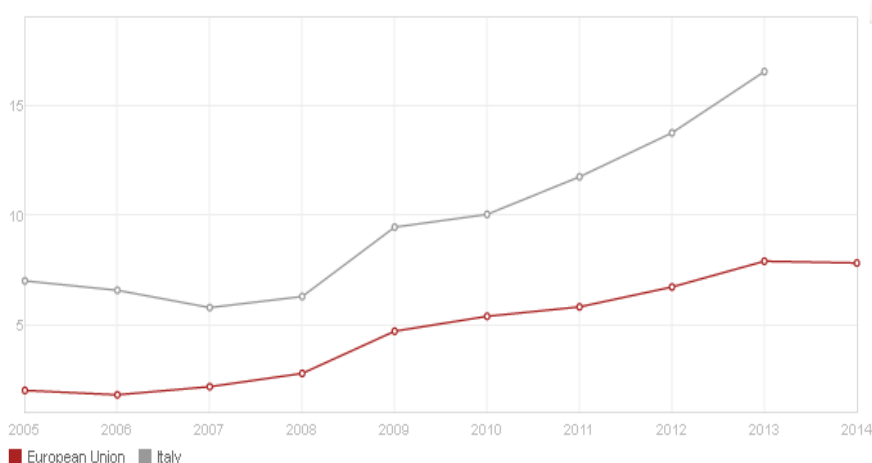
⁹⁷ Box 1. Calculating the Cost of Capital for Holding NPL, IMF, Febbraio 2015.

⁹⁸ Dati ricavati dalla sezione "Data" del sito della Banca Mondiale.
<http://data.worldbank.org/>

L’NPL ratio è il rapporto tra l’ammontare di NPL del sistema, in questo caso, sul valore lordo (senza escludere gli accantonamenti) del totale dei prestiti in circolazione. Nel 2009, con lo scoppia della bolla dei mutui subprime e l’affermarsi della crisi i cui effetti ancora si sentono oggi, la percentuale di non performing nei due paese quasi coincideva: 4,7% per l’Europa e 5% per gli Stati Uniti. Sembrava avessero toccato il picco massimo, in realtà è stato così solo per gli USA. Nel Unione Europea, al contrario, il trend è stato sempre crescente fino a toccare il valore di 7,8% nel 2014, rispetto al 2,3% degli USA nello stesso anno. Il mercato degli Stati Uniti è stato, e lo è ancora, molto attivo, sia in termini di numero di transazioni effettuate, sia in merito al *face value* delle operazioni stesse.

Di seguito (Figura 3) lo stesso parametro viene utilizzato per mettere a confronto la situazione dell’Unione Europea con quella Italiana.

Figura 33 Npl ratio Europa Vs Italia



Fonte: The
World Bank

Il sistema bancario italiano è il primo, in termini di deterioramento dell’attivo, rispetto al restante sistema europeo. L’ultimo rapporto di Banca d’Italia riconosce un crescita della consistenza di prestiti deteriorati per tutti il sistema bancario italiano, fino al valore ultimo di 17,7%. Andando a considerare solo i cinque maggiori gruppi bancari il rapporto salirebbe al 18,5%. Di questa percentuale il 10% è rappresentato dalle sofferenze bancarie⁹⁹.

⁹⁹ Rapporto sulla Stabilità Finanziaria, Banca d’Italia, Aprile 2015

L'Europa sta pian piano riprendendosi dalla crisi del 2009, ma le sue Banche devono compiere ancora molti sforzi per poter far fronte ai risultati emersi dalla revisione dell'attivo ad opera della Banca Centrale e per essere conformi alla nuova regolamentazione di vigilanza prudenziale emanata dal Comitato di Basilea (Basilea III).

Dal 2011 ad oggi sono state realizzate a livello europeo diverse operazioni di deleverage bancario, con un trend sempre crescente¹⁰⁰. Fino al 2013 il mercato NPL è cresciuto del 32% toccando la quota di 64 miliardi; nell'anno 2014 appena concluso, è addirittura aumentato del 40%, superando in questo modo gli 80 miliardi di euro. In Italia simili transazioni sono state molto limitate, tanto che nel 2014 ha contribuito al mercato per solo il 3% (per opera dei grandi Gruppi bancari), circa 3 miliardi di euro.

L'Europa nel suo complesso si è dunque dimostrata particolarmente dinamica in tema di NPL, ma emergono due indirizzi diversi nel continente.¹⁰¹ Le aree occidentali (Inghilterra ed Irlanda) sono state da subito particolarmente attive optando per una strategia di cessione delle attività non core degli istituti; al contrario nel Southern Europe, la creazione di una bad bank di sistema e/o privata è apparsa come la soluzione preponderante per garantire un de-risking dell'attivo bancario e ridurre il divario tra domanda ed offerta in termini di prezzo.

I mercati più attivi si sono rivelati quelli¹⁰²:

- Irlandese, con euro 33 miliardi di transazioni essenzialmente riguardanti crediti garantiti da immobili (CRE); un tale livello di attività è atteso anche nei mesi a seguire. A compiere operazioni di disinvestimento non sono solo banche locali (come IBRC¹⁰³, che da solo ha compiuto operazioni per un valore superiore ad

¹⁰⁰ *Italian NPL market: increasing expectations in the European context*, Report PwC, Settembre 2014.

¹⁰¹ *Outlook on the European loan portfolio sales market*, Corporate Finance e Portfolio Solutions Group KPMG, Settembre 2014.

¹⁰² PwC, *Market update*, European portfolio Advisory Group, Luglio 2014.

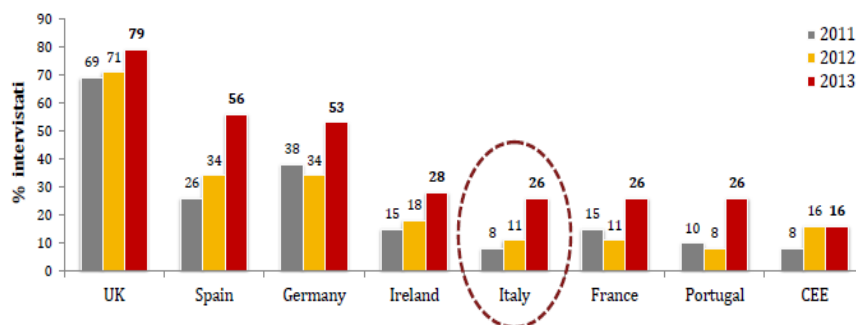
¹⁰³ *Irish Bank Resolution Corporation (IBRC)*, con l'ausilio dell'Advisory team di KPMG, nel 2014 si è completata la vendita del suo rimanente Residential Mortgage portfolio a Bank of Ireland e Mars Capital. La presenza della società di consulenza e l'aiuto fornito nella preparazione della cessione è stata la chiave del successo di un'operazione di 20 miliardi di sterline e che coinvolgeva un istituto che aveva perso totalmente la sua credibilità nei confronti del mercato.

euro 20 miliardi), ma anche banche straniere con sede in Irlanda (ad esempio RBS).

- Spagnolo, per un controvalore di euro 14,5 miliardi. Il tipo di NPL principalmente ceduto è stato quello unsecured retail;
- Tedesco, che ha messo in atto cessioni di NPL, relativi al cluster CRE, pari a euro 18 miliardi.

In Italia, invece, sono state realizzate un numero limitato di transazioni di questo tipo. La ragione principale che le ha ostacolato è il price gap tra domanda ed offerta. Eppure da un sondaggio che ha coinvolto i principale operatori nel mercato distressed, l'Italia è il quinto paese in Europa che attrae capitali esteri. In questa classifica¹⁰⁴ i primi tre posti sono coperti proprio da quelli che abbiamo definito come i mercati più attivi nel settore. Ma gli investitori internazionali si stanno orientando verso il mercato italiano per la dimensione potenziale del settore e per il basso livello competitivo attuale.

Figura 34 attrazione capitali esteri



Fonte:PwC,
2014

Il trade off tra domanda ed offerta viene man mano riducendosi per effetto, da un lato, dell'innalzamento del livello di copertura che è stato richiesto agli intermediari, dall'altro, dell'aumento di liquidità nel sistema e della riduzione di rischiosità del contesto paese.

¹⁰⁴ PwC, *Italian NPL market: increasing expectations in the European context*, Report PwC, Settembre 2014.

4.3 Operatività degli Istituti di credito italiani

L'ultimo dato sull'andamento del credito, fornito dalla Banca d'Italia nel Rapporto sulla Stabilità finanziaria di Aprile 2015¹⁰⁵, vede un aumento dei tassi di insolvenza e con esso delle partite deteriorate che toccano il picco di euro 350 miliardi. L'Italia è il primo Paese europeo, ed in questo si fa riconoscere in negativo, in cui il trend degli NPL e soprattutto di Sofferenze, la categoria peggiore dei non performing, è in costante aumento ed avviene ad un ritmo circa quattro volte superiore la media europea. Gli Istituti di Credito italiani, stanno pertanto varando delle opzioni per ridurre le partite deteriorate e tornare di nuovo a creare valore.

Intanto il Fondo Monetario Internazionale, ha individuato quattro ordini di interventi per incentivare le Banche ad attuare strategie di deleveraging. L'aver coinvolto l'attenzione dell'IMF è sintomatico della necessità che tali operazioni avvengano. Le strade promosse possono essere ricondotte a tre misure chiave¹⁰⁶:

1. *Rafforzamento delle politiche di vigilanza per accelerare la risoluzione degli NPLs.* Prima di tutto viene proposto di individuare, a livello di Paese, delle linee guida sulle politiche di accantonamento. Per esempio a Malta, viene richiesto alle banche di accantonare gradualmente capitale fino a raggiungere la quota del 2,5% del totale NPLs al netto delle svalutazioni richieste dai principi contabili IFRS e degli interessi maturati. In Spagna, invece, è stato previsto che i prestiti ristrutturati siano coperti per il 15% - 20%. Come accade ed è accaduto in altri paesi, a quanto detto prima va aggiunto una normativa sul tempo limite di svalutazione. Prevederlo, come accade negli Stati Uniti, potrebbe creare la giusta pressione alle banche per disinvestire. Tra il 2001 ed il 2005, il Giappone obbligò gli enti di credito a "pulire" i loro bilanci in un arco di tempo ben determinato. L'obiettivo è quello di disfarsi di NPLs con un *ageing* (anzianità) molto elevato, ad esempio cinque anni, e di incoraggiare le banche a compiere una distinzione più severa tra quelle imprese ormai *noviable* (non vitali), ovvero che non sono in grado di generare cassa per onorare il debito, e quelle che

¹⁰⁵ <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2015-1/RSF1-2015.pdf>

¹⁰⁶ *A Strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy*, IMF Working Paper, Febbraio 2015.

nonostante la situazione di difficoltà in cui versano, sono ancora in grado di generare cash flow e possono essere ristrutturate. La ricetta del Fondo Monetario prevede che per queste ultime la banca possa optare per una cancellazione parziale del debito oppure per una compensazione estintiva (debt-equity swap). La conversione del debito in partecipazione, potrebbe garantire margini di manovra alle imprese per riorganizzare il loro business e tornare ad onorare il prestito. Altra iniziativa è quella di incoraggiare gli enti di credito a riportare regolarmente ai propri azionisti l'andamento del disinvestimento dei loro assets non core; mentre per le banche di più piccole dimensioni potrebbero essere definiti degli obiettivi di risoluzione opportunamente verificati attraverso delle ispezioni interne. Per finire, sono stati proposti degli aggiornamenti periodici di AQR che consentano di tenere sempre sotto osservazione le politiche di accantonamento per garantire un maggiore coerenza tra valore di mercato e di libro dell'asset.

2. *Rimozione dei disincentivi fiscali.* L'aspetto fiscale è fondamentale per garantire una maggiore competitività alle banche italiane rispetto alle colleghe europee. Nel 2013 si è realizzato un grande passo in avanti in tal senso, in quanto è stato innalzato il *cap*, ammesso a deducibilità fiscale, del livello di accantonamento. Quello che viene proposto è di prevederne una completa deducibilità nello stesso anno fiscale. L'obiettivo è quello di spingere verso delle politiche di *provisioning* più aggressive e di bloccare la pro ciclicità delle stesse.
3. *Sviluppo di un' Asset Management Company.* Le AMCs offrirebbero un grande supporto per la risoluzione del problema in questione. Queste sono delle società che investono in pacchetti diversificati di NPLs e che fanno leva su competenze specializzate nella ristrutturazione di aziende e nella risoluzione del credito, che di norma non sono presenti all'interno delle banche e per tale motivo la gestione di tali assets rientra nelle attività non strategiche dell'intermediario. Diventano dei "contenitori di bad assets" rimossi dai bilanci bancari (Il Fatto Quotidiano, 2014). Le AMC possono inoltre essere sia pubbliche che private; in entrambi i casi però, le basi per un loro successo sono date da una solida governance, un adeguato set di competenze umane e finanziarie, ed un prezzo di trasferimento degli asset a valore di mercato. Tali società permettono alle

banche stesse di “partecipare” e quindi di condividere eventuali guadagni dalla ristrutturazione dei debiti. Le AMCs aumentano anche la capacità di accesso ai finanziamenti delle banche italiane, soprattutto a quelli della BCE: con la cartolarizzazione dei crediti in sofferenza, vengono emesse dei titoli, rappresentativi del sottostante asset, in diverse classi di rating da poter essere venduti ad una diversa platea di investitori e soprattutto da essere elegibili a Repo della BCE.

Queste società possono diventare dei Corporate Restructuring Vehicles (CRV): vuol dire che, oltre a compiere la loro normale missione, diventano soggetti attivi, investendo direttamente nell'impresa insolvente per riorganizzare l'attività aziendale. Ma affinché un mercato delle AMC si instauri, è necessario che si faccia chiarezza anche sul loro trattamento fiscale. Gli NPLs trasferiti possono essere soggetti a diverse imposte come quelle ipotecarie o di registro, ma in virtù degli effetti benefici che una loro dismissione apporterebbe anche a livello di sistema, tali prelevamenti fiscali potrebbero essere ridimensionati, incentivando anche un mercato in tal senso (IMF, 2015).

Ancora, prevede il Fondo Monetario, di promuovere un mercato secondario delle cartolarizzazioni di NPLs da cui ne trarrebbero beneficio sia le banche che le stesse AMCs. L'idea è quella di applicare alla cartolarizzazione di NPL, standard previsti per le High Quality Securitizations (HQS): permettendo agli investitori di accedere a maggiori informazioni sui dati storici di default per un ampio spettro di crediti, allora si potrebbe ridurre la percezione di rischio e rafforzarne il pricing, con la conseguenza di attrarre una maggiore gamma di investitori.

Le banche detengono in bilancio un'enorme quantità di NPL che non generano cash flow da ricavi, bensì che innalza il costo del finanziamento e assorbe capitale umano e finanziario. La loro valutazione ne risente, e le rende maggiormente vulnerabili agli shocks. Le banche italiane sono veramente pronte a compiere operazioni di tale natura? Come si stanno muovendo i principali Gruppi del Paese?

4.3.1 Ieri.

Da un sondaggio effettuato dalla società di consulenza Deloitte nel 2012¹⁰⁷, sono due le strade percorse dagli istituti di credito per la gestione del credito in sofferenza: in *house*, attraverso la predisposizione di team specializzati interni; in *SPV*, con la costituzione di non-core units dedicate. La prima opzione risulta la più utilizzata; mentre pochi, fino ad oggi, ritenevano ci fosse la necessità di creare unità specializzate (Figura 5).

Figura 35 Gestione NPL

Banking group	Servicer	Shareholders
		UniCredit (100%)
	Internal unit	n.a.
		ISP/ Fortress
		BMPS (100%)
	Internal unit (former CGC BP S.p.A.)	n.a.
	Internal unit	n.a.
	Internal unit	n.a.
	Nettuno Gestione Crediti S.p.A.	BPER (100%)
	Internal unit	n.a.

Fonte: E&Y, 2014

L'Internal Unit rimane l'opzione più frequente. È il caso di Banca Popolare di Milano e BNL che dedicano un team di esperti alla gestione del mondo non performing, ritenendo ovviamente di averne tutte le competenze necessarie al problema. Intesa SanPaolo è l'unica ad aver deciso di operare attraverso una Joint Venture con Italfondazioni, uno dei maggiori *servicers* in Italia, detenuto per il 75% da Fortress e per l'11,25% da Intesa SanPaolo. Il Gruppo Unicredit ha, invece, predisposto una società ad hoc per la gestione del credito anomalo, totalmente controllata da Unicredit stesso: Unicredit Credit Management Bank (UCCMB). Il 13 Febbraio 2015 è stato poi firmato l'accordo di

¹⁰⁷ The Deloitte Italian NPL Outlook 2012, report Deloitte, 2012.

cessione di questo veicolo a Fortress incluso un portafoglio di sofferenze per circa euro 2,4 miliardi (Bloomberg,)¹⁰⁸.

Nel 2014, data la crescita continua degli NPL, i costi di gestione degli stessi (diretti ed indiretti associati alla ristrutturazione e monitoraggio del credito anomalo) aumentano di conseguenza. Cambia, dunque, la logica di fondo della gestione di questi assets, maggiormente orientata, dunque, alla riduzione quanto più possibile dei costi legati agli NPLs¹⁰⁹. La soluzione ricercata è quella dell'outsourcing e della cessione. Nel primo caso gli NPLs vengono trasferiti e fatti gestire da servicers specializzati; il vantaggio essenziale è l'aumento della performance nel recupero. Inoltre i costi associati diventano variabili in quanto legati alle sole attività di recupero realizzate; ma soprattutto si ha un forte miglioramento della qualità dell'attivo. Con la cessione gli effetti sono simili. L'impatto più immediato è sul conto economico: riduzione dei costi gestione e delle rettifiche di valore che innalzano inevitabilmente la redditività. Anche in questo caso l'effetto sull'attivo è positivo: riduzione delle attività rischiose e quindi dei coefficienti di ponderazione ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza.

Le stime per i prossimi ventiquattro mesi sono comunque positive, le banche sembrano sufficientemente pronte per avviare una lunga serie di cessioni. La riduzione del differenziale denaro-lettera (bid-ask gap) a seguito, da un lato, del più basso rendimento richiesto per queste operazioni grazie anche alla minore percezione del rischio per chi compra, dall'altro, dell'aumento del livello di accantonamenti richiesti dalle autorità nazionali per colmare gli shortfalls emersi dall'AQR (già nel 2013 in attesa dei test BCE vennero accantonati 26,2 miliardi di euro¹¹⁰), fa sì che nei prossimi mesi dovrebbero realizzarsi disinvestimenti per 10/16 miliardi di euro¹¹¹.

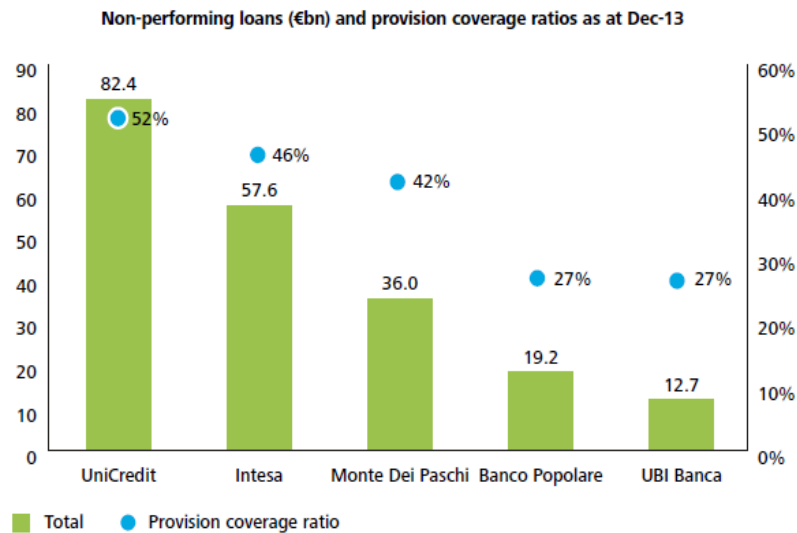
¹⁰⁸ Bloomberg - Fortress Said to Pay EU530m for UniCredit's Debt Unit, Bad Loans, Prelios, Febbraio 2015; <http://www.prelios.com/it/media/rassegna-stampa/bloomberg-fortress-said-to-pay-eu530m-for-unicredit-s-debt-unit-bad-loans.html>

¹⁰⁹ *The Deloitte Italian NPL Outlook 2014-2015*, report Deloitte, 2014.

¹¹⁰ *Are the banks sufficiently provisioned to sell?*, The Deloitte Italian NPL Outlook 2014-2015.

¹¹¹ *Outlook on the European loan portfolio sales market*, KPMG, Settembre 2014.

Figura 36 NPL e Coverage ratio



Fonte: Deloitte,
2015

Con l'aumento degli accantonamenti, anche il tasso di copertura cresce (Figura 6). I due Gruppi bancari italiani più grandi, Intesa SanPaolo ed UniCredit, hanno raggiunto *coverage ratio* tali da poter essere paragonati a quelli delle banche europee. Questo è un fattore che favorisce molto le cessioni come è stato più volte detto. In aggiunta, l'elevata liquidità nel sistema, permette agli investitori di finanziare a tassi più bassi l'operazione, il che si traduce in una riduzione del tasso di sconto applicato dagli stessi nella valutazione del portafoglio e quindi un valore maggiore riconosciuto a questo.

Figura 37 Esempi di cessioni nel 2013

Seller	Date	GBV (€m)	Buyer	Notes
UniCredit	Dec 2013	950	Cerberus	Consumer and personal loans
Iccrea	Dec 2013	150	Christofferson, Robb & Company	NPLs of a group of 22 cooperative banks
Consum.it	Q4 2013	550	Anacap Financial Partners	Personal loans
Fiditalia	Dec 2012	1,500	Anacap Financial Partners	Consumer loans portfolio
Banca delle Marche	July 2012	127	Christofferson, Robb & Company	NPLs of various kinds and technical forms
UBI Banca	Jun 2012	108	n.a.	Unsecured NPLs
Cariparma	Jun 2012	114	Leo Consumo 2 Srl	Unsecured impaired loans
ISP	Feb 2012	1,640	Deutsche Bank	Transaction originally relating to a loan portfolio of c. EUR 3.5 - 4.0 bn
Banca delle Marche	Jan 2012	305	FBS	c. 19,000 files of non-performing loans belonging to c. 6,000 debtors

Fonte:

E&Y, 2014

Le transazioni chiuse nell'anno 2012-2013 (Figura 7) sono quasi tutte relative al portfolio unsecured, la maggior parte inerenti al consumer credit. Queste sono inoltre esemplificative delle difficoltà che si incontrano nel combaciare le aspettative dei Buyers. È il caso, ad esempio, di Intesa SanPaolo e Banca delle Marche: entrambe hanno visto chiudere le rispettive transazioni per una quota molto piccola rispetto all'originale portafoglio proposto.

Figura 38 Esempi cessioni 2013-2015

Seller	Date	GBV (€m)	Buyer	Notes
Findomestic	2015	400	Banca Ifis	Consumer and personal loans
Tercas / Caripe	2015	400	Lone Star	Mixed Secured and Unsecured
UniCredit	2014	1.900	AnaCap	SME NPLs exposures
MPS	2014	500	Fortress	Both secured and unsecured
CR Ravenna	2014	34	Bayside Capital	Mortgages NPLs
Creval	2014	36	Ares	Mortgages and other NPLs
UniCredit	2014	700	Anacap	Mixed Secured and Unsecured
UniCredit	2013	950	Cerberus	Consumer and personal loans
Cooperative banks	2013	150	CRC	Mixed Secured and Unsecured
Consum.it	2013	550	Anacap	Personal loans

Fonte: *E&Y, 2015*

Guardando agli ultimi 18 mesi (Figura 8), gli investitori sono ancora concentrati sul settore unsecured, ma la ripresa del mercato Real Estate, ha innalzato anche la aspettative sul cluster secured. Cinque cessioni dall'inizio del 2014 sono state realizzate per un ammontare totale di euro 2.5 miliardi.

2015 Outlook

Date	Closed / Ongoing	Seller	Volume (€mln)	Type of portfolio	Buyer
Ongoing	Ongoing	Confidential	700	Mixed Secured/Unsecured	Not assigned
Ongoing	Ongoing	Confidential	600	Mixed Secured/Unsecured	Not assigned
Ongoing	Ongoing	Confidential	60	Utility	Not assigned
Ongoing	Ongoing	Confidential	900	Consumer	Not assigned
Ongoing	Ongoing	UCCMB	4,400	Platform & NPL Mixed Sec/Unsec	Not assigned

Fonte: PwC, 2015

Per quanto attiene alle aspettative sul mercato 2015, già all'inizio dell'anno erano previste cinque *ongoing transactions*, per un valore di libro totale molto vicino ad euro 6 miliardi. Cresce l'interesse verso il Paese da parte di investitori internazionali che iniziano a guardare al mercato con un ottica maggiormente di lungo termine e meno con un approccio opportunistico. Allo stesso tempo le banche, che escono da poco dall'esame puntuale della BCE, sono volenterose di cambiare le loro priorità strategiche per tornare di nuovo a creare valore. La combinazione di questi elementi crea i presupposti affinché il 2015 sia l'anno di sviluppo sostanziale del settore, attendendo cessioni tra i 10 ed i 16 miliardi di euro. Il volume, in termini di controvalore, di transazioni realizzate fino ad ora è solo una minima parte del mercato potenziale che l'Italia è in grado di generare: circa euro 300 miliardi.

4.3.2. OGGI

Quello che sta accadendo oggi in alcune realtà bancarie italiane è già presente in altre realtà Europee. L'incremento degli NPLs continua ad indebolire e rendere più vulnerabili le banche a shocks esterni. Se la soluzione più auspicabile (Bad bank nazionale) non è al momento realizzabile per una serie di motivi che si vedranno in seguito, allora le banche devono, almeno nel breve termine, trovare delle soluzioni alternative.

Solo due (Figura 9) dei gruppi bancari maggiori in Italia, hanno iniziato a prevedere delle non-core divisions per portare avanti la strategia di deleveraging necessaria per la ripresa. In Inghilterra ed in Germania, al contrario, già erano presenti esempi di Bad Bank private, per isolare la gestione e recupero di assets anomali che richiedevano e assorbivano risorse eccessive. Nel primo caso si ricorda RBS, la quale ha strutturato una divisione non core per £ 258 miliardi, poi ridotto a £ 20.9 miliardi. Nel mercato tedesco parallelamente, Deutsche Bank ha predisposto un'unità non-core per euro 120 miliardi e Commerzbank per euro 290 miliardi¹¹².

In Italia solo UniCredit ed Intesa hanno avviato un percorso simile e si stanno apprestando all'implementazioni di un percorso comune per certi versi rivoluzionaria almeno per il mercato italiano.

Figura 39 Non-core divisions

Bank	Non-core structure	NPL strategies
UniCredit	- Non-core division established 1,100 professionals assigned to non-core with separate reporting going forward - Portfolio consists of €87bn of loans of which 67% are non-performing - Non-Italian assets have not been transferred to the division	- Reduce non-core assets (both performing and non-performing) by 63% from 2014 to 2018 €2-2.5bn per annum NPL sales target
Intesa	- Non-core division established 700 professionals assigned to non-core €46bn of assets transferred to the division, €27bn of which are loans, with the remainder being real estate and equity stakes	- Reduction of all non-core assets by 50% by 2017 - Not specific details, but NPL sales likely to be part of the disposal strategies
Monte dei Paschi di Siena	Separate non-core division not established	- Loan deleveraging of €9bn planned by 2017 - No stated NPL disposal strategy but has been selling in 2013 and 2014
Banco Popolare	- Separate non-core division not established - Management have stated that non-core re-organisation is under review	- No specific targets set - Two potential disposals in 2014 have been announced
UBI Banca	Separate non-core division not established	Management have not yet announced a deleveraging strategy

Fonte: Deloitte, 2014

¹¹² *Asset Quality Trends and NPLs Management*, E&Y report, Ottobre 2015

A marzo del 2014, sei banche (UniCredit, Intesa SanPaolo, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare, Credito Valtellinese, Carige) hanno presentato i loro nuovi piani strategici per un orizzonte temporale che va dal 2014 al 2018 (solo Intesa ha deciso di compiere le analisi fino al 2017). Le previsioni si basano su uno scenario di riferimento e su delle scelte strategiche già decise per i successivi tre anni. Facendo un confronto, emerge in tutte una lenta ripresa della redditività, ma soprattutto una chiara riduzione del costo del rischio, come risultato di una precisa strategia di deleveraging e de-risking dell'attivo.

Rote: return on tangible equity' (%)

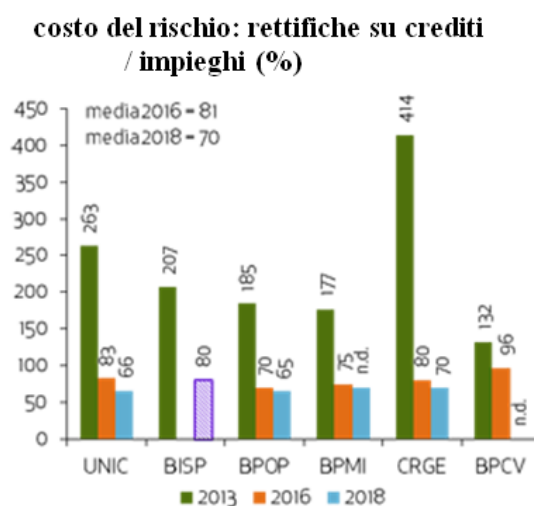


¹¹³ Nuovo piano industriale 2015-2018, pubblicato a Maggio 2015;
https://www.mps.it/NR/rdonlyres/B91BA913-3EE0-44D9-AF1F-7394582BDC8C/76805/CS_risultati_GruppoMPS_Mar15_1930clean.pdf

sono state sottratte le attività immateriali. Gli obiettivi previsti dai piani strategici sono quelli di una ripresa di redditività. I valori, per alcuni negativi nell'anno 2013, tornano ad essere tutti positivi, con un valore medio del 6.6% per il 2016. È UniCredit a prevedere l'indicatore maggiore (8%). Per il biennio successivo (2016-2018), le stime sono ancora in rialzo, con un valore del 9% per Carige, Banca Popolare e Banca Popolare di Milano, e del 13% UniCredit.

Un altro indicatore stimato nei piani strategici ed in forte diminuzione, utile ai fini del presente elaborato, è il valore target del costo del rischio (Figura 11), ovvero dato dal rapporto tra le rettifiche su crediti e il totale impieghi della banca.

Figura 41 Costo del rischio %



Fonte: Prometeia, 2014

Dai valori altissimi del 2013 (263 punti base per UniCredit, 414 per Banca Carige), il costo del rischio torna a valori di maggiore normalità nei bienni seguenti. Tutte le sei banche in questione hanno espresso la volontà di ridurre al minimo la loro esposizione ad asset rischiosi. Questo vuol dire che nei prossimi tre anni, almeno, verranno portate avanti un numero elevato di operazioni di disinvestimento bancari. Dai piani è stimato un costo del rischio, nel 2016, di 80 punti base, mentre nel biennio successivo è prevista un'ulteriore riduzione di 10 punti percentuali medi.

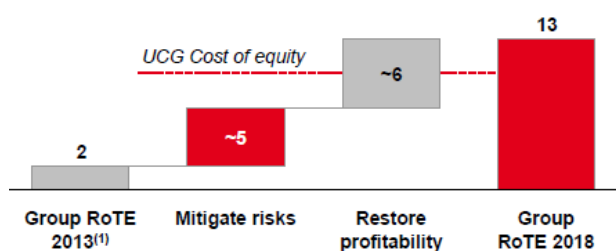
4.3.2.1 *Bad bank privata*

Come è stato detto prima, le uniche due società bancarie italiane che hanno già intrapreso la strada della separazione della banca “core” da quella “non core” sono: UniCredit ed Intesa SanPaolo.

Proseguendo con ordine, la prima nell’Aprile 2013 aveva annunciato la creazione di una divisione ad hoc, UniCredit Credit Management Bank (UCCMB), con il compito di separare chi lavora con i crediti sani con quelli che gestiscono quelli malati. Presso questa divisione sono confluiti euro 83 miliardi di crediti problematici, che sono stati affidati ad un team specializzato di 1.100 professionisti. La nuova unità non core, come in ogni spin-off, è diventata una società a sé stante. Fin dalla sua nascita sono stati separati i libri contabili tra le due banche; sono state predisposte strategie specifiche per il raggiungimento della sua mission e degli indicatori di performance (KPI) per il controllo e valutazione dell’andamento operativo. Sono stati trasferiti alla nuova divisione tutti i portafogli non core della banca, ovvero: tutti i non performing clients; tutti gli asset che seppur performing hanno un altissima probabilità di default; gli asset legati al settore Real Estate.

La scelta di UniCredit si fonda sulla volontà di recuperare la redditività persa, e portarla dal 2% del 2013 al 13% del 2018, rifocalizzandosi sul proprio core business (Figura 12). I drivers per il raggiungimento di questo obiettivo sono due: lavorare sulla mitigazione del rischio da un lato e recuperare redditività dall’altra.¹¹⁴

Figura 42 piano di incremento del ROTE



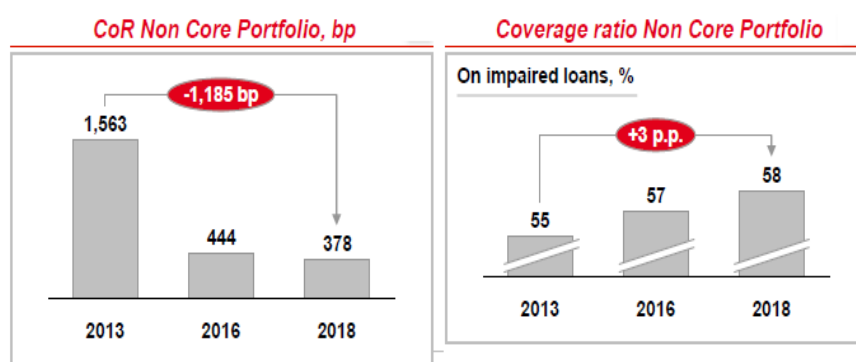
Fonte: Strategic Plan 2013-2018

Con la costituzione di UCCMB si vuole lavorare sul primo dei due drivers, ovvero quello legato al rischio.

¹¹⁴ I dati sono stati ricavati dallo Strategic Plan 2013-2018.

Con questa scelta strategica, il Gruppo ha visto ridursi l'esposizione di euro 8 miliardi, e nell'anno, sono stati ceduti circa 2 miliardi NPLs. L'obiettivo finale, che emerge dal piano strategico, è quello di continuare a ridurla per arrivare ad avere, entro il 2018, un costo del rischio più basso di 1,185 bps ed allo stesso tempo di aumentare il tasso di copertura di 3 punti percentuali (Figura 13).

Figura 43 CoR e Coverage ratio target

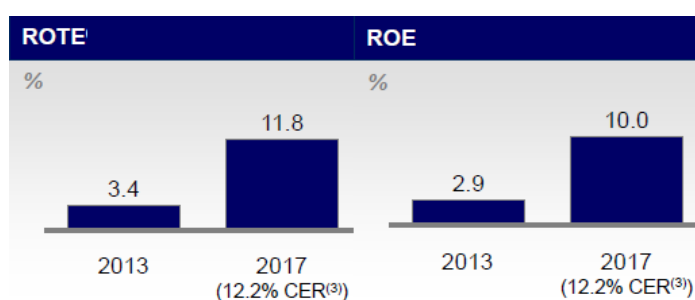


Fonte:

Strategic Plan 2013-2018

Anche Intesa SanPaolo, ha annunciato il 3 Novembre 2014 di aver creato The Capital Light Bank: l'unità di business nata con l'idea di "estrarre valore dalle attività non core dell'istituto" (Kairos, 2014). Come nel caso di UniCredit l'obiettivo ultimo è il rilancio della redditività aziendale entro il 2017. Dal piano pubblicato il valore target da raggiungere entro la fine dell'anno di valutazione è dell'11,8% per quanto riguarda il ROTE e del 10% per il ROE (Figura 14).

Figura 44 ROTE e ROE % target



Fonte: *Business Plan 2013-2017*

Anche in questo caso, l'incremento della redditività e del valore creato, passa attraverso il miglioramento della qualità degli attivi di bilancio. La nuova unità avrà a disposizione

700 professionisti, ed un portafoglio da gestire di euro 46 miliardi che dovrà ridursi entro il 2017 del 50% attraverso il recupero del credito anomalo, la vendita di equity stakes e di assets eseguiti. Intesa SanPaolo ritiene di poter raggiungere una serie di benefici con questo scorporo: prima di tutto incrementare la trasparenza a livello di gruppo, sicuramente apprezzato dal mercato; creare un polo dedicato al mondo bad assets, garantendo una maggiore focalizzazione delle risorse manageriali sul core business; da ultimo una riduzione del costo del rischio di 127 bps (da 207 bps del 2013, all'80 bps atteso nel 2017) per una migliore ottimizzazione del costo del funding¹¹⁵.

Una completa novità per la realtà italiana, meno per altri mercati come quello statunitense, è la collaborazione tra le due principali banche del Paese, Intesa ed Unicredit, per fare fronte comune su ciò che le preoccupa maggiormente: la gestione del credito difficile¹¹⁶. Nell'Aprile del 2014 viene firmata una lettera d'intenti tra le due banche per una partnership con il fondo statunitense KKR e la società di consulenza di Alvarez & Marsal. Il progetto, che dovrebbe chiudersi e partire nell'anno in corso, prevede lo sviluppo di una Bad bank privata per realizzare una *“soluzione innovativa che ottimizzi le performance e massimizzi il valore di un portafoglio di crediti in ristrutturazione, attraverso la gestione attiva degli asset e l'apporto di nuove risorse finanziarie”* (Linker, 2014)¹¹⁷. Il veicolo che ne deriva ha dunque due finalità essenziali: liberare le banche da alcune posizioni problematiche e aiutare le aziende in questione a risollevarsi. Un progetto importante che va aldilà del semplice recupero del credito e che richiede non solo competenze specifiche in merito alle ristrutturazioni, che non sono presenti all'interno delle due banche, ma anche iniezione di nuovi capitali che gli intermediari non possono al momento investire¹¹⁸.

Alla Newco verranno conferiti, dalle due banche, inizialmente prestiti che si stimano essere intorno ad euro 2 miliardi. Questi saranno in comune ad entrambe e riguarderanno società di medie dimensioni, con esclusione dei gruppi immobiliari e delle

¹¹⁵ Le informazioni e i dati sono tratti dallo specifico piano strategico 2015-2017.

¹¹⁶ *I due Big da rivali ad alleati*, Finanza e Mercati, Il Sole 24ore, Aprile 2014.

¹¹⁷ <http://www.linkerblog.biz/2014/04/22/bad-bank-e-good-fund/>

¹¹⁸ *Il fattore KKR nel rapporto banca-impresa*, Finanza e Mercati, Il Sole 24ore, Aprile 2014.

holding in generale¹¹⁹. Al Fondo KKR e alla società di consulenza A&M interessano delle grandi operazioni, con un potenziale di rivalorizzazione e di guadagno elevatissimo, ma allo stesso tempo molto rischiose (Linkerblog, 2014)¹²⁰. La lista dei candidati da far confluire nella nuova società è ancora da definire, ma oltre alla taglia bisogna guardare alla posizione che Intesa ed UniCredit vantano su quei crediti rispetto agli altri creditori. Ciò è indispensabile perché, essendo KKR il gestore della Bad Bank e diventando dunque lui il proprietario di quei crediti conferiti, il fondo statunitense dovrà disporre di un peso rilevante per imporre il suo piano di ristrutturazione del debito rispetto alle pretese degli altri creditori. L'obiettivo è dunque ottenere il controllo delle società attraverso un debt-equity swap, ed iniettare in esse capitale sufficiente ad un loro rilancio. Il fondo KKR, gestore del veicolo, acquisterà i bad loans a sconto ed, attraverso l'apporto di capitali ed interventi nella governance delle società in questione, cercherà di rilanciarle recuperando quanto investito e potenzialmente anche di più. Dal lato della banca cedente, si ottiene immediatamente una somma certa come conseguenza della cessione; il bilancio viene liberato da partite anomale e allo stesso tempo tramite accordo di *profit sharing*, partecipa agli eventuali *upside* derivanti dall'attività di recupero, rimanendo socia seppur di minoranza della newco.

4.3.3 DOMANI

Il rapporto di primavera della Banca d'Italia¹²¹, dedica un'intera sezione alla possibile costituzione di una AMC nazionale. Negli anni si sono susseguiti diversi casi virtuosi in tal senso, come il caso della Spagna e dell'Irlanda. Il suo realizzo, in Italia però, non sembra di facile esecuzione. L'ostacolo principale deriva dal contesto europeo. Con l'entrata in vigore delle Vigilanza Unica Europea, sono diventate esecutive anche le nuove regole europee sul *Bail in*. Con questo termine, si fa riferimento al nuovo modo di salvataggio di un Paese o del suo sistema bancario dall'interno, che si contrappone al *bail out*, che al

¹¹⁹ Ferrando M., Festa C., *Crediti: newco Intesa-Unicredit*, Il Sole 24ore, Aprile 2014.

¹²⁰ <http://www.linkerblog.biz/2014/04/22/bad-bank-e-good-fund/>

¹²¹ Rapporto sulla stabilità finanziaria, "una società specializzata per l'acquisto delle sofferenze delle banche italiane", n°1, 2015, pag. 23

contrario prevede un aiuto dall'esterno ovvero dalle casse pubbliche (Sole 24ore; 2013)¹²². La nuova regolamentazione rientra nel primo pilastro del recente sistema di Vigilanza Unica, ossia il Supervisory Resolution Mechanism (SRM), l'attuale modello di gestione accentrata delle crisi bancarie.

In virtù del nuovo contesto normativo, vi è il rischio che la costituzione di un AMC di sistema si configuri come un aiuto di Stato e venga, pertanto, bocciata all'esame della BCE¹²³. Affinché tale misura possa essere adottata, è necessario, dunque, che presenti caratteristiche diverse da quelle adottate negli altri Paesi. Una bad bank unica di natura pubblica, non solo accelererebbe la risoluzione delle difficoltà bancarie, ma avrebbe anche un effetto indiretto, più macroeconomico, di ripresa dell'economia, ma *“questo è uno dei tanti casi in cui l'Italia arriva in ritardo all'appuntamento”* (Lorenzo Bini Smaghi, 2015).¹²⁴ Al contrario la Spagna e l'Irlanda, rispettivamente con SAREB e NAMA, sono intervenuti da subito per far fronte alle difficoltà del proprio settore del credito anticipando le regole del bail in.

Da un punto di vista pratico, per evitare che si configuri come aiuto di Stato e si incorra nelle sanzioni della Commissione Europea è fondamentale la definizione di un prezzo congruo a cui trasferire i crediti all'AMC. Il prezzo di cessione sarà quello di mercato. Questo valore, data la mancanza di un mercato ad hoc in Italia, verrà ottenuto attraverso l'applicazione di un metodo valutativo di attualizzazione dei flussi di cassa futuri, come il discounted cash flow¹²⁵.

Diverso è invece quello che è accaduto in altri Paesi europei. L'Irlanda ad esempio, nel 2010, costituì la sua bad bank nazionale, di nome NAMA. Quest'ultima venne costituita con un orizzonte temporale di 10 anni, entro i quali avrebbe raggiunto il suo Break Even Point. Ha acquisito euro 81 miliardi di bad assets ad un prezzo scontato del 30% del valore nominale¹²⁶. La particolarità è proprio nel prezzo di cessione. Non avviene a

¹²² Definizione tratta dal Sole 24ore; <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/bailin.html>

¹²³ Arti. 107-109 TFUE, disciplina degli aiuti di Stato.

¹²⁴ “Non ingabbiate le banche UE”, Milano Finanza, 1 Maggio, 2015. Intervista a Lorenzo Bini Smaghi, ex membro del comitato esecutivo Bce e vicepresidente di Società Generale.

¹²⁵ Gerosa F., *Banca d'Italia: bad bank veicolo per le sofferenze*, Milano Finanza, 4 Maggio 2015.

¹²⁶ *Asset Management Companies Past & Present*, The World bank e IFC, 14 Febbraio 2012

valore di mercato, ma ad un Long Term Economic Value, ovvero quel valore che l'asset si stima possa avere in caso di stabilità economica. Tale prezzo è in genere più alto del valore di mercato, ma inferiore rispetto al valore di libro. In questo modo gli intermediari che trasferiscono i loro bad loans subiranno una perdita solamente parziale, ossia pari alla differenza tra valore nominale e di trasferimento. Il valore rimanente viene coperto dallo Stato e può avvenire attraverso una ricapitalizzazione della banca o con la concessione di garanzia statale sui bond emessi dall'AMC, così da renderli elegibili a Repo¹²⁷ presso la BCE.

L'uso di fondi pubblici per il salvataggio del sistema bancario non è più ammesso dall'entrata in vigore della vigilanza unica. Pertanto si stanno varando diverse opzioni per aggirare il problema. Il prezzo dovrà essere quello di mercato, in modo tale che le banche coinvolte partecipino con i loro bilanci al costo dell'operazione senza dover prevedere alcun sussidio statale. Qualora si configurasse ancora come aiuto di Stato dovranno essere predisposti, ricorda Banca d'Italia nello stesso rapporto di Aprile 2015, delle misure *Burden Sharing*, ovvero di condivisione degli oneri tra azionisti e creditori subordinati. La potenziale AMC potrà essere limitata alle sole sofferenze, lasciando agli istituti la gestione delle altre categorie di credito anomalo. Potrebbe anche essere definita una soglia minima di esposizione sotto la quale nessuna posizione NPL venga fatta confluire nel veicolo. Banca d'Italia prevede un programma di acquisto iniziale, da parte dell'AMC, di un valore pari ad euro 100 miliardi al lordo delle rettifiche di valore.

Secondo l'istituto di via Nazionale i benefici che si trarrebbero dalla realizzazione di questo veicolo societario sarebbero diversi. Per prima cosa aiuterebbe gli intermediari nel ripulire i loro bilanci; ne aumenterebbe la trasparenza e permetterebbe di ridurre i costi di gestione legati agli NPL. Allo stesso tempo le banche verrebbero percepite come meno rischiose, facilitandole il reperimento di fondi e migliorando le loro valutazioni da parte del mercato. L'AMC, da ultimo, stimolerebbe la nascita e lo sviluppo di un mercato dei crediti deteriorati, in quanto opererebbe come "*market maker*" aumentando la trasparenza del prezzo (Banca d'Italia, aprile 2015).

¹²⁷ "Repurchase Agreement (Repo): vedi nota 32 del capitolo 3

Capitolo 5

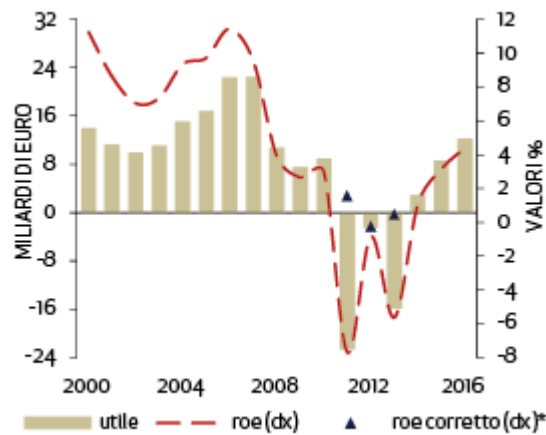
LE BANCHE ED IL MERCATO

Dopo i risultati dell' Asset Quality Review, le Banche italiane hanno iniziato a focalizzare la loro attenzione sulla ricerca di strategie che combinassero il deleveraging con la creazione di valore. Creare valore vuol dire raggiungere una situazione stabile di superiorità della redditività rispetto al costo del capitale. Negli anni che hanno seguito la crisi del 2008, le banche non sono state in grado di raggiungere questo obiettivo. Complice in ciò, è stato l'aumento degli NPL che hanno agito su due livelli: impatto negativo sull'utile e conseguente riduzione della redditività aziendale; peggioramento della qualità dell'attivo, che in quanto più rischioso incrementa anche il costo del capitale. In secondo luogo, ne risente particolarmente l'immagine che l'intermediario ha sul mercato; un calo di fiducia non solo può determinare una maggiore percezione di debolezza da parte degli investitori, che si traduce in una flessione del valore delle azioni in circolazione, ma anche la capacità dell'intermediario stesso di reperire fondi nelle transazioni interbancarie ne risente, aumentando il suo costo del funding.

5.1. Redditività e principali indicatori

Le prospettive di redditività del sistema bancario italiano restano ancora modeste (Prometeia, 2014). Dopo un triennio difficile per il settore del credito (2011-2013), caratterizzato da forti perdite che hanno fatto crollare anche la redditività a valori negativi, inizia ad intravedersi una lenta ripresa del settore (Figura 1).

Figura 45 Andamento ROE



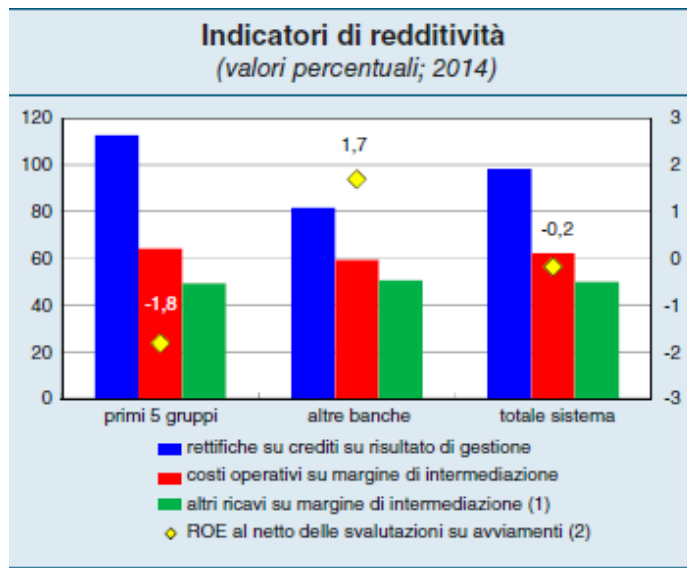
Fonte: Prometeia, 2014

Le stime di Prometeia parlano di una ripresa della redditività, seppur leggera¹²⁸. Era stato stimato per 2014 un ritorno a valori positivi, anche se minimi, della redditività garantendo un ROE medio dell' 1%; si dovrebbe poi superare il valore del 4% nel 2016. Anche se in lento miglioramento, ciò non è niente in confronto ai dati di redditività degli anni pre-crisi (25%).

Le difficili condizioni del credito impattano sulla capacità della banca di generare reddito. La prolungata debolezza dell'economia non permette alla voce ricavi di decollare, mentre le rettifiche su crediti continuano a bruciare reddito operativo. Negli anni, le banche hanno iniziato a lavorare sulla voce dei costi, essenzialmente quelli del personale, riuscendo in tal modo a contenere le perdite ma non a generare utili adeguati.

¹²⁸ Romeo Rita, *Lo scenario per le banche italiane 2014-2016*, Prometeia, Maggio 2014.
<http://www.prometeiaadvisor.it/it-it/informazione/newsletter-anteo/archivio-download/2014/n-77-giugno-2014/osservatorio-prometeia/osservatorio-4.aspx?idC=65895&LN=it-IT>

Figura 46 Redditività 2014



¹²⁹Nel 2014 il ritorno sull'equity al netto delle svalutazioni su avviamento (ROTE), è stato secondo i dati di Banca d'Italia ancora negativo, ossia pari all' - 0,2%. Nonostante il segno negativo, risulta in leggero miglioramento rispetto al 2013 in cui si attestava all' - 0,9%. Il ROTE medio dei primi cinque gruppi bancari si attestava all' -1,8%. Ciò che ha inciso maggiormente sono state le rettifiche di valore su crediti, anche non ricorrenti¹³⁰. Nel 2014, infatti, quest'ultimi hanno incorporato anche gli effetti dell'AQR, assorbendo quasi tutta la gestione operativa. La BCE, aveva infatti invitato le banche italiane a recepire quanto prima ed il più possibile le rettifiche aggiuntive richieste al termine dell'analisi dell'attivo, sempre compatibilmente con le regole contabili. Potendo mettere insieme il bilancio delle prime undici banche italiane, si avrebbe un margine operativo di euro 24 miliardi, ma le rettifiche su crediti complessive ammonterebbero ad euro 25 miliardi (The Huffington Post, 2015). È evidente come tutto o quasi l'EBIT sia assorbito dalle perdite a conto economico.

5.2 Valutazioni delle Banche

¹²⁹ Banca d'Italia, Rapporto sulla Stabilità finanziaria, n°1 Aprile, 2015.

¹³⁰ Per *non ricorrenti*, si intendono tutte le ulteriori svalutazioni richiesti da Banca d'Italia a seguito dei risultati dell'AQR.

Stabilito il fatto che la redditività delle banche è stata in questi anni molto bassa, fino a diventare negativa, è importante capire quale indicatore è preferibile utilizzare per una giusta valutazione della sua performance ed in che modo quest'ultima è legata anche alla qualità dell'attivo.

La natura di impresa per una società bancaria è riconosciuta dal Testo Unico bancario (art 10-11 TUB), ma è ovviamente strutturalmente diversa da quella di un'azienda industriale. Questo aspetto si riflette anche nei sistemi di valutazione che possono essere usati. In realtà, non esistono metodi bank-specific, bensì vengono apportate delle semplificazioni ai metodi standard in quanto le caratteristiche proprie della società di credito non permettono l'utilizzo del metodo standard (Rutigliano, 2010).

La prima grande differenza tra un'impresa bancaria ed una industriale è la natura delle passività finanziarie e con esse l'utilizzo del debito. *"Debt is to a bank what steel is to a manufacturing company, something to be molded into other products which can be sold at higher price and yield a profit"* (Damodaran, 2009). Questo vuol dire che non si può considerare il debito fuori dalla gestione caratteristica dell'impresa; bensì è la "materia prima" di tutta l'attività creditizia bancaria. A seguito di questa considerazione, nel caso delle banche, è preferibile utilizzare un approccio *Equity Side* per la valutazione delle stesse¹³¹. Al contrario, nelle valutazioni aziendali, viene solitamente utilizzato un modello indiretto: tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa derivanti dalla gestione caratteristica, e quindi unlevered, al costo del capitale, viene stimato l'Enterprise Value; a questo viene poi sottratto il debito (posizione finanziaria netta) per ottenere il valore del patrimonio netto. È largamente condivisibile, invece per gli enti di credito, stimare direttamente i flussi di disponibili per gli azionisti, ovvero al netto della gestione finanziaria (e quindi levered), da scontare poi al costo dell'equity e non al costo medio ponderato del capitale (WACC).

Una seconda, e non trascurabile, caratteristica intrinseca nella natura di intermediario vigilato è il contesto normativo a cui è sottoposto. Le banche, come è stato spiegato nel primo capitolo della tesi, rispondono a stringenti vincoli regolamentari che ne limitano l'operatività. La normativa a cui si fa riferimento è ovviamente quella di Basilea, la quale

¹³¹ Rutigliano M., *Le analisi per le valutazioni delle banche*, Settembre 2012.

<http://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid508502.pdf>

detta regole in tema di patrimonializzazione e liquidità. Ciò implica che il capitale proprio, tendenzialmente immaginato come un qualcosa di costante per tutta la vita della società, vari nel tempo in funzione dell'attivo di bilancio, ossia l'RWA. Di tutto ciò bisogna tenerne conto in sede di valutazione del capitale economico, ed anche per questo un approccio diretto di valutazione che porti a stimare direttamente il valore dell'equity è da preferire¹³².

Allo stesso modo, quando si richiede di fare un'analisi sulla performance dell'ente, ha più senso fare riferimento ad indicatori che guardano alla remunerazione del capitale proprio, in quanto più adatti e coerenti con le premesse alla base dei sistemi di valutazione dello stesso (ad esempio ROE, ROTE). Il rischio principale dell'ancorare la profittabilità al ROE, però, è di essere distratti dalle regole contabili. Secondo Bob Diamond¹³³, troppe banche, sbagliando, ancora oggi usano il ROE come misura di crescita e ne fissano un target da raggiungere. Ciò che lui fa notare è come sia facile manipolare un rapporto matematico. Gli anni antecedenti alla crisi finanziaria, furono anni d'oro in tema di ROE, ma di certo non si può dire lo stesso degli anni seguenti. Prima della crisi 2008-2009, il Return on equity superava il 20% e nel caso delle migliori performance si attestava anche al 30%. La regola del gioco era detenere, negli anni di boom, cuscinetti minimi di capitale (denominatore del rapporto), ma allo stesso tempo di finanziare la crescita attraverso il debito (capitale di terzi)¹³⁴. Le normative di vigilanza entrate in vigore dopo lo scoppio della crisi, hanno punito l'eccessivo rischio assunto negli attivi di bilancio, richiedendo maggior equity da tenere a copertura. A parità di utile (numeratore), dunque, un incremento del capitale proprio (denominatore) fa comprimere la redditività. Questo aspetto, strettamente matematico, spiega parzialmente la riduzione del ROE che le banche stanno vivendo. In questi anni, non solo il denominatore è aumentato perché richiesto dalle autorità di vigilanza a copertura delle partite rischiose in bilancio, ma anche l'utile è diminuito, anzi nel triennio 2011-2013 (come era spiegato nella figura 1), questo era negativo. Su questo hanno gravato

¹³² Santorum F., Pavarini Eugenio, *la gestione bancaria orientate al valore. Indicatori, verifiche metodologie di applicazione*, 2001.

¹³³ Chief Executive di Barclays bank.

¹³⁴ Jenkins P., banks need to look past ROE on profitability, Financial Times, Novembre 2011; <http://www.ft.com/cms/s/0/abd5403e-0955-11e1-a20c-00144feabdc0.html#axzz3cd22NbVm>

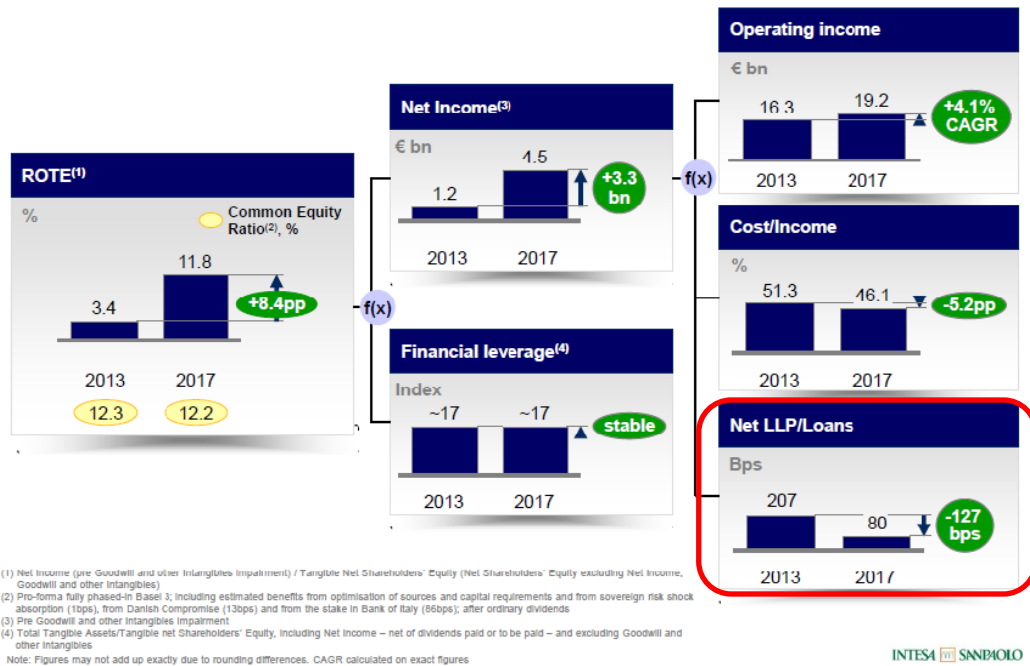
non solo una forte contrazione del margine di intermediazione¹³⁵, ma soprattutto il peggioramento notevole della qualità dei crediti che si è trasferito in Conto Economico tramite la voce Rettifiche su Crediti.

Nel caso delle banche, si predilige a volte un secondo indice di redditività come variazione all'altro: il Return on Tangible Equity (ROTE), perché è in grado di cogliere meglio la redditività operativa dell'ente. Si ottiene dividendo l'utile netto per il patrimonio tangibile, ovvero il patrimonio a cui sono stati dedotti gli attivi intangibili come l'avviamento. Al pari del ROE, maggiore sarà il ROTE, maggiore sarà la sua redditività.

Anche per il ROTE, vale lo stesso ragionamento compiuto sul return on equity, ossia per migliorare l'andamento del parametro è necessario lavorare molto sul costo del rischio. Non è un caso, che nei piani strategici delle principali banche italiane (ISP, UCG; BPM; BP) venga annunciato una riduzione entro il 2018 del costo del rischio di 70-80 bps.

¹³⁵ Margine di intermediazione: *“Secondo lo schema di conto economico degli standard IFRS/IAS e secondo Basilea II viene definito come somma del reddito netto senza interessi e reddito netto con interessi e deve essere al lordo di ogni accantonamento (ad esempio, per interessi di mora), dei costi operativi, comprese le commissioni corrisposte a fornitori di servizi esternalizzati (mentre include le commissioni pagate alla banca per tali servizi), deve escludere i profitti o le perdite realizzati sulla vendita di titoli del “banking book”, e le partite straordinarie o irregolari, i proventi derivanti da assicurazioni.”*; Definizione tratta dal Sole 24ore.

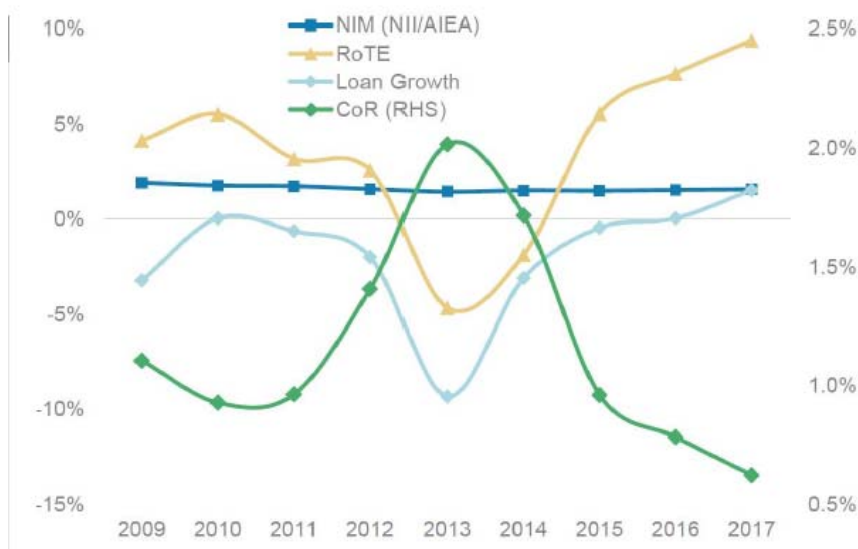
Figura 47 ROTE Intesa Sanpaolo



Fonte: Strategic Plan Intesa Sanpaolo 2015-2017

La Figura 3, prende come esempio il caso di Intesa Sanpaolo ed il riquadro rosso evidenzia l'area di maggior intervento per riuscire a crescere in termini di ROTE. ISP, dunque, si prefigge di raggiungere un ROTE dell'11,8% entro il 2017 (+ 8,4 punti percentuale), attraverso la leva del deleveraging: riduzione del costo del rischio di ben 127 bps.

Figura 48 Evolution of Return on Tangible Equity – Key Drivers



Fonte:

Morgan Stanley Equity Research, 2014

Quello che si vuole dimostrare, dunque, è come una leva fondamentale alla ripresa degli indicatori di redditività sia il miglioramento della qualità dell'attivo. La figura 4 aiuta a capire questo aspetto. Il grafico sintetizza l'andamento del *return on tangible equity* dal 2009 ad oggi, per poi continuare con delle stime fino all'anno 2017. Allo stesso tempo viene riportato l'evoluzione, negli stessi anni, sia del cost of risk (CoR)¹³⁶, sia della crescita dei prestiti concessi dal sistema bancario. Quello che si nota immediatamente è la specularità delle curve: sia quella del ROTE, sia quelle del CoR, hanno avuto un picco rispettivamente al ribasso ed al rialzo, tra il 2012 ed il 2014. Lo stesso vale tra l'indicatore di redditività e di crescita dei prestiti. Questo implica una stretta correlazione tra la capacità della banca di generare rendimento con la sua rischiosità interna. Minore è il costo del rischio, maggiore sarà la redditività e la performance della banca.

5.3 Value Creation

¹³⁶ Costo f Risk è definite come "The implicit or explicit price a company must pay to manage its RISK exposures". <http://thelawdictionary.org/cost-of-risk/>

Dagli anni '60 ad oggi i sistemi di misurazione delle performance sono notevolmente cambiati: si è passati da sistemi basati sulla dimensione complessiva dell'ente (tassi di crescita, quote di mercato) a metodologie orientate alla redditività ed alla creazione del valore¹³⁷. Tale cambiamento è avvenuto in risposta alle nuove esigenze di mercato che hanno sempre più accresciuto il ruolo dell'azionista. In questo contesto la valutazione delle banche è in gran parte vincolata alla sua capacità di remunerare il capitale sia per cassa (dividendi), sia attraverso un aumento del valore per gli azionisti (*capital gain*). Il capitale è una risorsa fondamentale ed anche costosa per una banca. Il ruolo principale di quest'ultimo non è il finanziamento delle attività operative, come nelle altre imprese, bensì quello di assorbimento del rischio assunto nella gestione¹³⁸. Il peso crescente degli azionisti e la funzione particolare svolta dal capitale proprio nella banche, spinge verso l'utilizzo di metodologie di valutazione delle performance *equity intensive*.

Un'impresa bancaria, come qualsiasi altro tipo d'azienda, crea valore nel momento in cui la sua redditività è stabilmente superiore al suo costo del capitale. La situazione attuale del sistema bancario italiano, al contrario, mostra una evidente debolezza interna e difficoltà nel generarlo. La figura 5, attraverso l'analisi di quattro tra le principali banche italiane (UCG, ISP, MPS, UBI), sintetizza esattamente questo punto.

¹³⁷ KPMG, *Gestione, allocazione del capitale, RAPM e creazione di valore*, Maggio 2014.

¹³⁸ Santorum F., Pavarini E, *la gestione bancaria orientata al valore. Indicatori, verifiche, metodologie d'applicazione*, bancaria, n°9, 2001.

Figura 49 Costo del capitale Vs ROE

	A	B	C	D	E	F	G	H
1								
2	Costo del capitale_							
3								
4								
5	CAPM	$Ke = r_f + \beta(r_m - r_f)$				r_f^{***}	0,83%	
6						ERP****	6,12%	
7								
8			beta *	Ke	ROE**		Eva% = ROE - Ke	
9		UCG	1,28	8,66%	4,52%		-4,14%	
10		INS	1,1	7,56%	2,9%		-4,66%	
11		MPS	1,14	7,80%	-79%		-86,80%	
12		UBI	1,38	9,27%	-6,79%		-16,06%	
13								
14								
15								
16	*Fonte Bloomberg, alla data 12/06/2015							
17	** Fonte www.borse.it in data 12/06/2015							
18	*** titolo risk free= Btp italiano a 10 anni							
19	****ERP= equity risk premium; fonte: marketriskpremium.com							
20								

Fonte: Elaborazione Propria su dati Bloomberg ed Evaluation.it, Giugno 2015

I dati utilizzati per realizzare il semplice confronto tra il ROE ed il costo dell'equity si riferiscono alla situazione degli enti in data 12 Giugno 2015. Per tutte e quattro le banche prese a campione la redditività del capitale di rischio è notevolmente al di sotto del costo del capitale (riquadro rosso). Assunto un tasso d'interesse privo di rischio pari al 0,83% ossia il rendimento medio dei Bund tedeschi a 10 anni, un premio per il rischio di mercato del 6,12%¹³⁹, attraverso la metodologia del Capital Asset Pricing Model (CAPM), è stato stimato il Costo del capitale delle rispettive banche. Per i beta di queste, che misurano la sensitività del titolo all'andamento del mercato, è stato fatto riferimento ai dati forniti da Bloomberg; il loro valore è leggermente superiore ad 1, indice di amplificazione dei movimenti del mercato stesso.

In altri termini, da quanto emerge dalla tabella, l'EVA in percentuale (differenza tra ROE e Ke) delle banche è negativo (riquadro blu). Il metodo dell'EVA è un buon indicatore di creazione di valore, in quanto misura il reddito che residua dopo la remunerazione del capitale impiegato, ossia la capacità attuale, e non prospettica di produrre reddito.

¹³⁹ Dato tratto da: www.marketriskpremium.it; è stato considerato come indice di mercato il FTSE All Share.

Quanto detto è un ulteriore spunto di riflessione per ragionare su quali sono le leve per conseguire gli obiettivi aziendali di creazione del valore. Il metodo dell'EVA non fa altro che confrontare una componente di reddito con una di costo; pertanto i drivers a disposizione per "manipolare" l'indicatore, sono essenzialmente due: da un lato si può cercare di incidere sulle principali voci di ricavi e costi della gestione operativa della banca; dall'altro, invece, si può decidere di far leva sul capitale proprio. Sulla base di questo, stimolare un'operazione di de-risking dell'attivo, permette di dare un contributo ad entrambe le aree di intervento dell'EVA.

La nuova sfida delle banche italiane è proprio quella di tornare a creare valore, come negli anni antecedenti la crisi finanziaria. Un modo per farlo, è esattamente quello di disinvestire attività che non sono strategiche per l'intermediario. La dismissione in blocco degli NPLs, in questo caso, sarebbe una valida soluzione al problema. Una minore qualità del credito si associa a un maggiore premio al rischio bancario e a livelli più elevati del Costo del capitale.

Dismettere questi non core assets, vorrebbe dire primariamente recuperare EBIT, in quanto verrebbero annullate o comunque ridotte le rettifiche a conto economico; conseguentemente a ciò anche l'utile netto risulterebbe maggiore. Grazie ad un attivo meno esposto ad attività rischiose, si beneficerebbe di un risparmio in termini di assorbimento di capitale. I mezzi propri si incrementerebbero così per due ordini di ragioni:

- minore accantonamento di capitale sulle attività ponderate per il rischio,
- aumento degli stessi per effetto del maggior utile portato a nuovo e potenzialmente distribuibile agli azionisti.

Questo secondo aspetto non è da sottovalutare, perché strettamente connesso alla valutazione che il mercato fornisce della banca. Quando non si è in grado di stimarne i cash flow, il metodo valutativo utilizzato è proprio quello del *Dividend Discount Model*¹⁴⁰. La regola alla base è esattamente quella di considerare il flusso dei dividendi come una *proxy* dei Free Cash Flow to Equity. Il valore economico della banca sarà il risultato dell'attualizzazione di tutti potenziali flussi di dividendi scontati ad un tasso che

¹⁴⁰ Rutigliano M., *Le Analisi per le Valutazione delle banche*, Milano, 2010

riflette lo stesso rapporto rischio- rendimento dell'investimento bancario (K_e), al quale verrà sommato il valore ad oggi di un terminal value, ottenuto moltiplicando l'ultimo dividendo esplicito per un tasso di crescita "g" costante.

Indipendentemente dal sistema di valutazione, ciò che emerge è la centralità del capitale nel mondo degli intermediari finanziari ed il disinvestimento degli NPLs, risulterebbe una valida alternativa per incentivare la ripresa di redditività che da tempo hanno perso.

5.4 Il mercato premia?

Spostandoci in un'ottica di mercato, ciò che si vuole dimostrare è l'incidenza, negativa, che un tale ammontare di NPLs nel sistema creditizio ha sulle valutazioni di mercato degli intermediari coinvolti.

Per iniziare è importante guardare l'indice di mercato *FTSE All Share banks index*, che sintetizza l'andamento dei principali titoli bancari italiani. La Figura 6, lo mostra in confronto con l'indice *FTSE All share*, il quale è espressione invece, dell'andamento dell'intero mercato azionario.

Figura 50 FTSE All Share Vs FTSE Banche

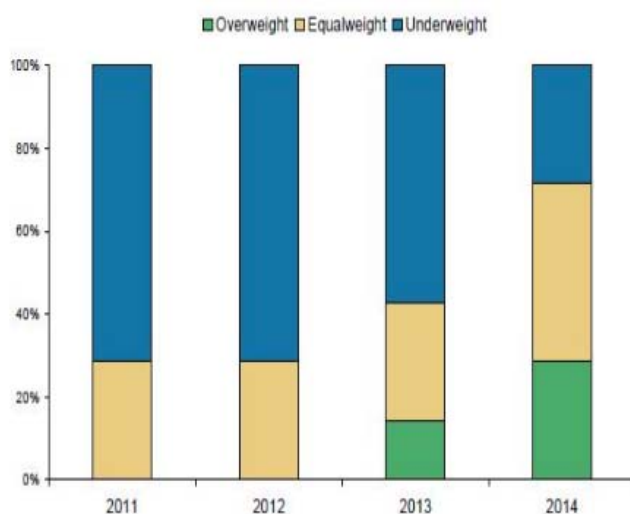
	A	B	C	D	E	F	G	H
1		FTSE All Share				FTSE Banche		
2		Apertura	Chiusura	Variazione%		Apertura	Chiusura	Variazione %
3	2009	20500	23653	15,38		21428	24940	16,39
4	2010	23761	20936	-11,89		24940	17190	-31,07
5	2011	20936	15851	-24,29		17190	9431	-45,14
6	2012	15855	17175	8,33		9431	9429	-0,02
7	2013	17477	20203	15,60		9429	12552	33,12
8	2014	20311	20137	-0,86		12639	13406	6,07
9	01/06/15	20274	24072	18,73		13551	16947	25,06
10								
11	2009/2015	20500	24072	14,84		21428	16947	-20,91
12								

Fonte: Dati estratti da Prorealttime.it, 2015

In figura 6., sono stati riportati tutti i valori di apertura e chiusura annuali, dal 2009 al 1 Giugno 2015, di entrambi gli indici. Come si può notare dai dati riepilogativi della riga 11, mentre nel caso del FTSE All share (a sinistra), già a fine 2014 l'indice aveva ripreso il valore del 2009 fino a superarlo nei primi sei mesi del corrente anno; nell'altro caso del FTSE All Share banks Index (a destra), il valore di chiusura di giugno 2015 è ancora ampiamente al di sotto ai valori assunti negli anni pre-crisi. Anche questo è un'ulteriore segno di crisi di redditività e di percezione di maggior rischio che il settore del credito italiano sta subendo.

Ma i primi segnali di ripresa iniziano ad arrivare, come mostrano le sempre più numerose "raccomandazioni" degli analisti finanziari a comprare ("Buy") o tenere ("Hold") le azioni delle banche italiane (Figura 7.)

Figura 51 Analyst's Recommendations



Fonte: Morgan Stanley Equity Research, 2014

Il mercato premia le banche italiane perché ritenute più "clean". Il forte aumento dei suggerimenti a detenere titoli di società bancarie italiane si è verificato esattamente nel 2014, nell'anno cioè della politica della BCE di revisione degli attivi. La maggiore trasparenza richiesta ai bilanci, e soprattutto in merito alle partite rischiose come gli NPLs, con il conseguente incentivo ad attivare una serie di operazioni di deleverage

dell'attivo, è stata particolarmente apprezzata dal mercato degli investitori che hanno iniziato a riacquistare fiducia.

Un esempio è il caso di banca Monte dei Paschi di Siena. Il 15 Febbraio 2015, il titolo guadagnava nella mattinata a Piazza Affari il 6,8%. Tra le varie motivazioni che hanno sorretto un tale andamento è stato proprio l'annuncio di una possibile Bad Bank nazionale, in cui convogliare le partite deteriorate dell'Istituto senese. La notizia è stata particolarmente apprezzata, perché data la situazione della Banca, sarebbe stata sicuramente la più coinvolta nella questione Bad Bank¹⁴¹.

Ma se nel breve termine le valutazioni ed il prezzo che ne consegue, sono il risultato di comportamenti irrazionali che seguono i movimenti del mercato, nel lungo termine, al contrario, ciò che si osserva è il reale prezzo di mercato (Mc Kinsey, 2010). Evidenze empiriche hanno dimostrato come¹⁴²:

- i mercati finanziari seguono l'andamento dell'economia;
- le società che presentano una redditività maggiore rispetto al proprio costo del capitale sono valutate maggiormente;
- nel lungo periodo avere una alta redditività sul capitale, porta con sé una crescita anche della redditività dell'azionista;

Come è stato detto nel paragrafo precedente, per compiere una corretta analisi e valutazione di una società di credito, l'approccio necessario è *Equity Intensive*: la spiegazione risiede nella natura dell'intermediario e del ruolo del capitale stesso. Il modo più rapido e semplice per compiere una valutazione è l'utilizzo dei multipli di mercato, che permettono di fare un confronto con altre società simili. In ragione di quanto esposto in precedenza si farà riferimento a multipli *Equity side*. Quelli maggiormente utilizzati, e che sono di fatti già stati usati all'interno dell'elaborato sono due: Price/Earnings (P/E) ed il Price to Book Value (P/BV).

¹⁴¹ MPS più 7% in Borsa: piace Bad Bank, Firstonline, 23 Febbraio 2015.

¹⁴² Mc Kinsey, *Valuation*, Cap 15, 2012

Figura 52 P/BV italiani

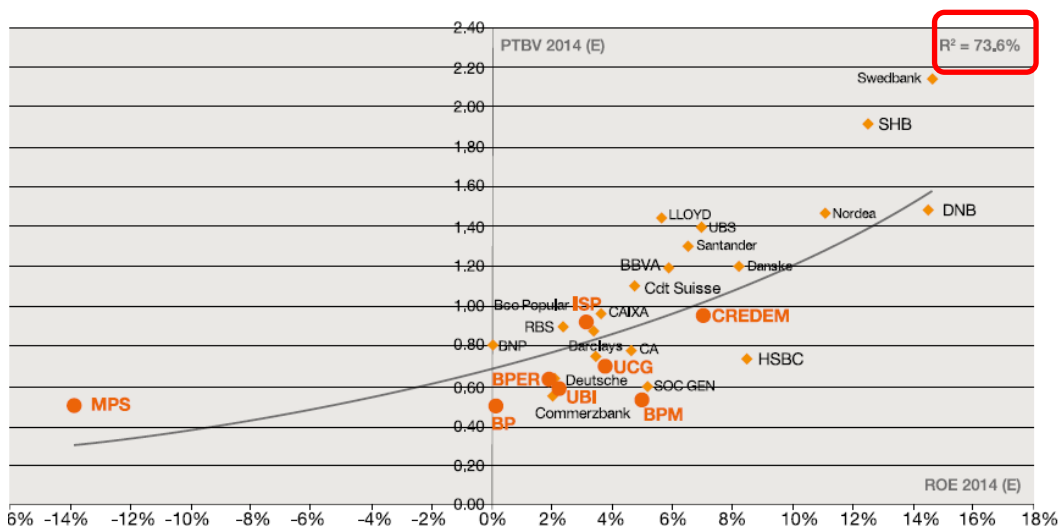
Key Italian Banks - P/TBV Multiples

ISP	UCG	UBI	BPOP	MPS	BPER	BPM
1.2x	0.8x	0.8x	0.8x	0.5x	0.8x	0.9x

Fonte: Evaluation.it, 2015

Si riportano nella Figura 8, i multipli di mercato delle principali realtà bancarie italiane.

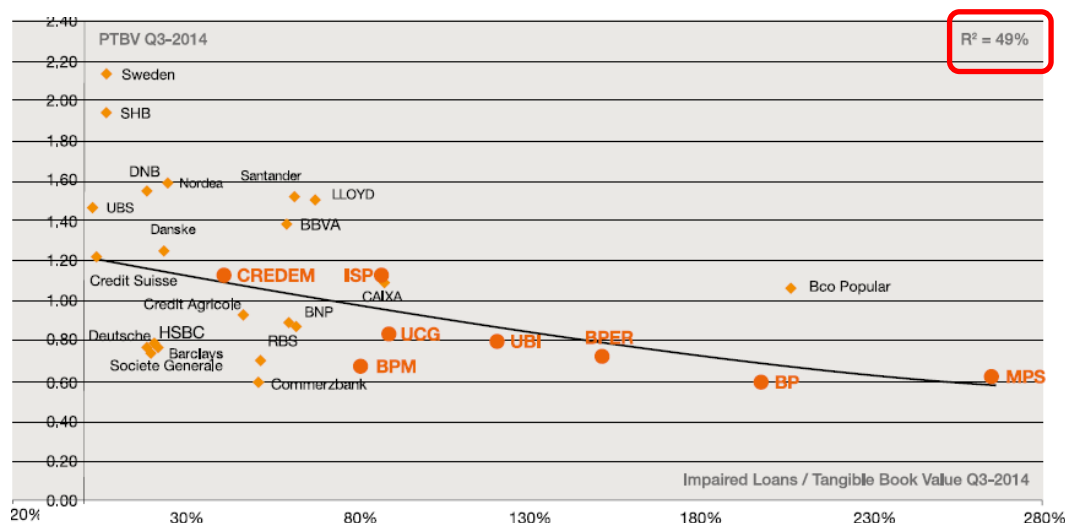
Figura 53 ROE Vs PTVB



Fonte: PwC, 2015

A dimostrazione di quanto affermato, la redditività delle banche italiane è molto più bassa delle colleghe europee, e di conseguenza anche il loro valore di mercato sarà più basso (Figura 9). Il grafico giustifica la necessità di catalizzare le proprie risorse alla ricerca di una strategia che possa mettere in atto una ripresa sostenibile della redditività bancaria, in quanto è stretto il legame tra questa e la valutazione che il mercato gli assegna. L'indice di regressione, appunto, è del 73,6% (riquadro rosso): vuol dire che il movimento del valore del multiplo è spiegato per il 73% dall'andamento del *return on equity*.

Figura 54 P/BV Vs NPL/TBV



Fonte: PwC, 2015

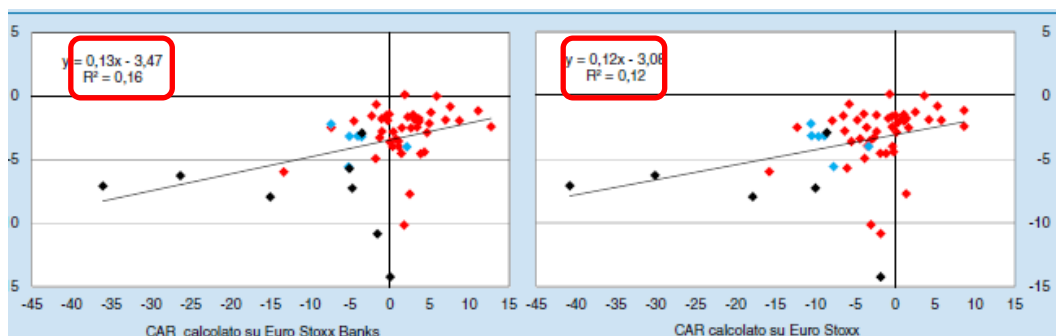
La figura 10 spiega come la qualità del credito incida sulla valutazione di mercato dell'intermediario. Mettendo a confronto la realtà bancaria italiana con quella europea, è possibile capire perché gli intermediari italiani sono valutati a sconto rispetto a quelli europei. La risposta arriva parzialmente dall'Indice di regressione ricavato (riquadro rosso), pari al 49%. Maggiore sarà l'incidenza delle partite deteriorate sul *tangible book value* (ovvero il totale degli assets al netto delle attività immateriali), maggiore sarà l'effetto in negativo sul multiplo P/TBV e conseguentemente sul prezzo di quotazione. L'incidenza sarà esattamente pari al 49%.

Da ultimo, un altro indicatore di mercato che spiega come questo premi chi fa deleveraging è l'andamento dei CDS bancari. All'annuncio dei risultati dell'AQR della BCE, sui mercati azionari si è realizzato un adeguamento verso tali notizie. Per alcuni istituti, quelli che necessitavano di chiari interventi di ricapitalizzazione, i corsi azionari hanno subito delle forti flessioni riflettendo anche l'eventuale effetto diluitivo di possibili futuri aumenti di capitale. Per la quasi totalità delle banche interessate all'analisi dell'attivo, invece, i premi sui Credit Default Swap bancari a 5 anni si sono ridotti nei giorni successivi, anche per quelle a cui erano stati riscontrati shortfall di capitale.¹⁴³

¹⁴³ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n° 2, Novembre, 2014.

La riduzione complessiva degli spread sui CDS si spiega con la maggiore fiducia del mercato nei confronti degli enti interessati.

Figura 55 CET1 Vs CAR



Fonte: Banca d'Italia, 2014

Con la Figura 11, viene analizzata la correlazione tra i rendimenti anomali (CAR) dei corsi azionari e l'impatto dello stress test sui Core Tier1. Anche questa analisi offre un ulteriore spunto di riflessione sulla necessità di portare avanti attente strategie di deleveraging, perché anche i mercati finanziari agiscono di conseguenza. Le banche considerate nello Studio di Banca d'Italia, sopra riportato, sono quotate e rappresentano il 60% del totale attivo analizzato durante lo Stress Test della BCE. Quando si parla di rendimenti anomali cumulati, si intende la somma dei rendimenti anomali giornalieri degli enti coinvolti, nel periodo 24-31 Ottobre 2014. Il singolo rendimento anomalo, è la differenza tra il rendimento effettivo giornaliero e quello stimato tramite un modello che tiene conto della relazione tra il singolo corso azionario ed il rendimento di un indice di mercato di riferimento. I due grafici (Figura 11), si differenziano per l'indice preso a riferimento (asse orizzontale), ma raccontano gli stessi risultati.

I singoli rombi sono le banche sotto osservazione, di cui quelli neri rappresentano gli intermediari con carenze di capitale rispetto agli attuali livelli di patrimonializzazione, quelli in azzurro rispetto alla dotazione di capitale di fine 2013 e quelli in rosso, che invece hanno riportato un risultato positivo dalla BCE. La correlazione tra flessione dei corsi azionari e richiesta di aggiustamenti in termini di capitali è positiva (riquadri rossi). Gli intermediari, infatti, che presentano notevoli shortfall di capitale (in nero),

all'annuncio dei risultati della revisione dell'attivo, hanno realizzato CAR negativi¹⁴⁴. E questo risultato è identico, sia nel caso in cui venga preso in considerazione l'indice azionario del comparto bancario, sia quello complessivo.

Quello che si voleva dunque dimostrare, è la situazione di debolezza e vulnerabilità del sistema bancario nazionale rispetto alla realtà europea. Un problema come quello degli NPLs intacca, su diversi punti, la vita di un intermediario. Per prima cosa ne limita l'operatività, peggiorando gli indici di bilancio e richiedendo costanti assorbimenti patrimoniali. Ne consegue, poi, una continua perdita di redditività, come risultato da un lato di una riduzione dei ricavi per la limitazione dell'attività operativa, dall'altro di una compressione degli utili per effetto delle rettifiche di valore riportate a conto economico che bruciano EBIT. Da ultimo, ma non per questo meno importante, è l'impatto sul rapporto con il mercato finanziario. La trasparenza e la qualità dei bilanci sono elementi chiave per una buona valutazione da parte di questo. Non è un caso che le banche del Paese siano quotate con multipli più bassi delle restanti europee o che siano considerate più rischiose e quindi meno credibili. Una percezione simile degli investitori, complica ulteriormente la vita dell'ente di credito, perché ne risente la sua capacità di attirare capitali e quindi di reperire dal mercato nel suo complesso fondi a basso costo.

Nei piani strategici pubblicati dalle principali banche nazionali, infatti, emerge la volontà entro i prossimi tre anni di attuare politiche e strategie di deleverage che riportino gli intermediari a livelli di redditività ed operatività tipici degli anni antecedenti la crisi finanziaria 2008-2009.

¹⁴⁴ Banca d'Italia, *L'impatto iniziale dello stress test sui corsi azionari e sui CDS bancari*, Novembre 2014.

Conclusione

Al termine del lavoro risulta evidente come sia importante che le Banche italiane attivino il prima possibile strategie di deleveraging e de-risking dell'attivo. La situazione attuale dei bilanci bancari ha cambiato le priorità strategiche degli istituti, tanto che i nuovi piani industriali dei principali operatori nazionali dedicano uno spazio notevole al tema. I crediti *non performing* (NPL), ma in particolar modo la quantità in eccesso che è presente nei bilanci degli istituti, si ribalta in negativo, come è stato detto più volte, sulla capacità dell'ente di credito di generare reddito, di soddisfare le attese dei propri azionisti ed in generale, di creare valore. Questa situazione di debolezza, frutto anche di una crisi finanziaria iniziata nel 2008 ma che continua a far sentire i suoi effetti, si riflette in un calo di fiducia nei confronti delle banche che sono considerate più rischiose rispetto ad altre estere e pertanto anche la loro valutazione di mercato ne risente.

La nuova sfida delle banche italiane è tornare a focalizzarsi sulla loro vera *mission*, ossia quella di gestione dell'attività creditizia. La montagna di crediti insoluti (320 miliardi di euro¹⁴⁵), ha limitato in questi anni l'operatività degli intermediari, i quali sono stati costretti ad essere maggiormente selettivi nella concessione dei finanziamenti per non gravare ulteriormente sul capitale.

Iniziano però a vedersi delle possibilità di ripresa del settore conseguenti alla nascita di un possibile mercato degli NPLs in Italia. Gli Istituti di credito Italiani, al contrario di quanto accaduto nel resto del Continente, non hanno reagito per tempo al problema, ma anzi hanno continuato a tardare l'avvio di tali operazioni di disinvestimento. Le strade che le banche italiane si trovano davanti per tornare ad essere competitive, al pari delle altre realtà europee, sono due: dismettere totalmente i propri *assets non core* o conferirli ad una Bad Bank.

La possibilità che in Italia partano queste misure straordinarie sono molto elevate, come diversi report di società di consulenza (PwC, Deloitte) fanno notare. Le banche italiane hanno iniziato ad attirare capitali dall'estero, i quali sono alla costante ricerca di rendimenti elevati e sono consapevoli che l'NPL business, per la sua rischiosità intrinseca, può offrirne. Gli NPLs italiani diventano, pertanto, sinonimo di Business per

¹⁴⁵ Fonte Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n°1 Aprile 2015

diversi operatori (Hedge Funds, Private Equity), che vedono l'opportunità di investimenti per la grandezza potenziale del relativo mercato italiano (circa 300 miliardi di euro), e perché ritenuto particolarmente redditizio.

Si è parlato molto all'interno dell'elaborato di un problema chiave che ha ostacolato però tali operazioni, ossia il *Price Gap*. Anche questo aspetto sembra ridimensionarsi attualmente, grazie, da un lato ai primi segnali di ripresa del settore, che stimolano i *distressed investors* ad entrare nel mercato nazionale e dall'altro, grazie alla politica della BCE di stimolare la pulizia e la trasparenza dei bilanci spronando le banche stesse a portare avanti strategie simili.

Il tema è cruciale, a mio parere, per la natura stessa dell'attività bancaria, di motore dell'economia. La centralità della questione ha attirato anche l'attenzione del Fondo Monetario Internazionale, che nel Febbraio del corrente anno ha dedicato un suo Working Paper¹⁴⁶ sulla necessità di gestire al meglio questa mole di NPL in Italia, incentivandone un mercato come è già accaduto in altri Paesi d'Europa e non solo.

Il legame tra redditività e costo del rischio da un lato, e tra valutazione di mercato e deterioramento dell'attivo di bilancio dall'altro è abbastanza elevato, come nell'ultimo capitolo della tesi si è voluto dimostrare. Pertanto, in un contesto economico finanziario come quello attuale, in cui per recuperare vigore risulta difficile fare leva sul margine di intermediazione o sulla riduzione dei costi operativi, l'unico *driver* rimasto per tornare a valori pre-crisi è lavorare sulla qualità dell'attivo.

Gli NPLs sono dunque la nuova priorità delle banche italiane per tornare ad essere competitive con le altre realtà creditizie del continente. La spinta della nuova regolamentazione di vigilanza, unita alle richieste di maggior chiarezza e pulizia dei bilanci da parte della BCE fa sì che ci si aspettino nei prossimi 24 mesi¹⁴⁷, operazioni in tal senso con un controvalore di circa 10/16 miliardi di euro.

Circa quindi le modalità operative di attuazione del progetto, a mio parere, sarebbe preferibile ricorrere allo strumento della Bad Bank. La ragione, di tale scelta ricade nella prevedibile maggiore semplicità, efficienza e rapidità di gestione del problem. Circa

¹⁴⁶ IMF, A strategy for Developing a market for Non performing loans in Italy, Febbraio 2015

¹⁴⁷ KPMG, Outlook on the European loan portfolio sales market, Settembre 2014

l'ulteriore opzione tra una Bad Bank pubblica o privata, sempre a mio parere, sarebbe preferibile la soluzione pubblica, in quanto in grado di assicurare, grazie alla presenza di un unico player, un risultato più trasparente, meno speculativo e quindi meno gravoso per le banche. Circa il timore che tali operazioni abbiano un impatto negativo sul bilancio pubblico, si può evidenziare come le pregresse esperienze irlandesi e spagnole abbiano invece dimostrato il contrario. Per altro per l'Italia si pone il problema che tale soluzione possa essere osteggiata e quindi vietata dall'Unione Europea in quanto ritenuta come "aiuto di Stato" che vada a ledere il principio della libera concorrenza.

In questo caso ritengo comunque preferibile la soluzione privata ad un sistema lasciato ai singoli istituti, in ragione della migliore efficienza che strutture dedicate possono assicurare grazie a migliori economie di scala e minore propensione speculativa.

BIBLIOGRAFIA

Beccarini C., Brunetti F., *Le scelte strategiche di disinvestimento*, in Economia e Finanza aziendale, Milano: Giuffè, 1997, pag 1-32

Alfieri M., *Bad bank, 330 miliardi di crediti bancari a rischio. Ecco perché il governo pensa di intervenire*, The Huffington Post, Febbraio 2015

Banca D'Italia, *La recente analisi dei prestiti deteriorate condotta da Banca D'Italia: principali caratteristiche e risultati*, 2012

Banca d'Italia, *L'attuazione dell'Unio bancaria europea e il credito all'economia*, Dicembre 2014

Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza: The Role of leverage in firm solvency, evidence from bank loans*, Occasional Papers, n° 244, Ottobre 2014

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n°1, Aprile 2015.

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n°2, Novembre 2014.

Barisitz S., *Non performing Loans in western Europe: a selective comparison of countries and national definitions*, Focus on European economic integration, vol 1, 2013, pag 28-47

BCE, *Guida alla Vigilanza bancaria*, Novembre 2014

BCE, *Rapporto aggregato sulla valutazione approfondita*, Ottobre 2014

BCG, *Generare valore dal portafoglio di credito anomalo attraverso nuove leve industriali*, Giugno 2014

Bisozzi F., *Andare oltre le sofferenze*, Milano Finanza, Settembre 2012

Bogdan Florin F., *Non- Performing loans- dimension of the non quality of bank lending/loans and their specific connections*, Theoretical and Applied Economics, Volume XXI (2014), N 5, pag 127-146

Bolognini F., *Tutti pazzi per le sofferenze bancarie*, LinKiesta, Ottobre 2014.

Bottecchi A., *Sofferenze made in Italy*, Prometeia, Ottobre 2014,
<https://www.prometeia.it/it-it/l-atlante/le-banche/sofferenze-made-in-italy.aspx?idC=64659&idO=34352&LN=it-IT>

Cesarini F., Gobbi G., *Le banche e l'economia italiana*, il Mulino, Ottobre 2013

Cifter A., *Bank Concentration and non performing loans in Central and Eastern European countries*, Journal of Business Economics and Management, Vol 16, 2015, pag 117-137

Del Giudice R., *Processo di disinvestimento*, in Private Equity e Venture Capital, Milano: Guerini e associati, 2008, pag. 339-366

Deloitte, *Survey Deloitte sui Non-performing Loans Italiani*, Outlook 2012-2013

Donna G., *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Roma: Carocci, 1999

E&Y, *Asset Quality Trends and NPLs Management*, Maggio 2014

Edmonds D., Solinas A., Orr A., Daniel J., *The Deloitte Italian NPL*, Outlook 2014-2015

EY survey: Investors see Growing Opportunities in NpL market
(http://nreionline.com/distressedinventory/ey_survey_opps_npls_03132012)

Ferguson M., How to invest in NPLs or Notes, Maggio 2013
(<http://investfourmore.com/2013/05/29/how-to-invest-in-non-performing-loans-or-notes/>)

FROB, *Asset Management Company for assets Arising from bank restructuring*, Blueprint, Novembre 2012

Gerald A., Favaro K., *Divest with care*, Harvard Business Review, Dicembre 2012

Goldman Sachs, *Introduction to italian NPL*, Luglio 2011

Greco A., *Banche: parte la vigilanza unica UE. Più trasparenza e sfide per i board*, Repubblica, Novembre 2014

<http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS>

Intesa SanPaolo Business Plan 2013-2017
(<http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/contentData/view/content-ref?id=CNT-04-00000001C94B0>)

Kittikulsingh S., NPLs : the borrower's viewpoint, TDRI Quarterly review, vol 14, n 4, Dicembre 1999, pag 19-30

KPMG advisory, *Bilanci dei Gruppi bancari italiani: trend e prospettive*, KPMG research, 2013

KPMG advisory, *Le Banche Italiane e la sfida dell'economia reale*, Discussion paper, Gennaio 2010

Kulaligil G., *Navigating the non performing loan market*, Dicembre 2014.
(<http://www.fa-mag.com/news/navigating-the-non-performing-loan-market-20291.html>)

Leone L., *Bad bank: soluzione entro giugno*, Milano Finanza, Aprile 2015.

Magna L., *Ecco le banche italiane con le maggiori sofferenze*, PWC report, Gennaio 2015

Morri G., Mazza A., *Non performing loan*, in Finanziamento Immobiliare, Egea

2010, cap. 11

Moses-Ashike H., *Banking sector non performin loan to rise 4.6% in 2015*, BusinessDay, gennaio 2015

MPS, *Indagine conoscitiva del sistema bancario italiano*, Febbraio 2015

Muolo P., *Banks begin to loosen NPL reins*, National Mortgage news, Vol 36, Issue 28, Settembre 2012

Musilli C., *Banche da oggi vigilanza unica alla Bce: ecco come*, Firstonline, Novemvre 2014; (<http://www.firstonline.info/a/2014/11/04/banche-da-oggi-vigilanza-unica-alla-bce-ecco-come/bf0ff2e6-9aa7-4d10-af45-8be7e0115260>)

Nadège J., Kang K., *A strategy for developing a market for Non Performing loans in Italy*, IMF Working Paper, Febbraio 2015

Peruffo E., *Verso una "cultura" del disinvestimento: strategia, governante e valore economico*, Franco Angeli, 2014

PricewaterhouseCoopers Advisory Spa, *The Italian NPL market: increasing expectations*, Aprile 2014

PWC advisory, *European Investor insights survey*, March 2014

PWC advisory, *Market update*, Npl meeting 2014, July 2014

PwC, *Italian NPL market: increasing expectations the European context*, PWC advisory spa, 19 Settembre 2014

PwC, *Non performing Loan sale transactions*, Novembre 2008.
(http://www.pwc.com/en_ua/ua/press-room/assets/laon_sale.pdf)

PwC, *The Italian NPL market: Time for deleveraging*, Gennaio 2015.

PwC, *The italian NPL market: a new Beginning?*, Marzo 2013

Quadrio Curzio A., *Perché serve la Bad bank*, Sole 24ore, 22 Febbraio 2015

Roland Berger Strategy Consultants, *Credito anomalo: leve industriali e azioni di discontinuità da esperienze recenti in banche italiane*, Ottobre 2014

Ross L., *Bank- based or Market-based financila System: Which is better?*, Journal of FinancilabIntermediation, n^11, pag 398-428, 2002

Ruth L. Neyens, Mueller M., *Asset Management companies Past & Present*, Febbraio 2012

Rutigliano R., *Le analisi per le valutazioni delle banche*;
(<http://www.dse.univr.it/documenti/Occorrenzalns/matdid/matdid508502.pdf>)

Sankaran S., Goel V., *European CRE debt: Trends in transition*, Morgan Stanley Research, June 2014

Santorum F.,Pavarani E., La gestione bancaria orientata al valore. Indicatori, verifiche, metodologie d'applicazione, bancaria, n°9, 2001

Solinas A., De Ponti M., Rorai U., Garbella A., Young R., Edmonds D., Daniel J., *Survey Deloitte sui NPLs italiani*, Outlook 2012-1013

Stibel J., *Don't divest Just because the economy is rotten*, Havard Business Review, Febbraio 2011

Torini D., Cicioni G., Jenke A., *Outlook on the European loan portfolio sales market*, KPMG research, 19 Settembre 2014

[UniCredit Guidelines of strategic plan 2013-2018](https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/en/investors/group-results/2012/2013/Strategic-Plan-2013-18.pdf)

[\(https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/en/investors/group-results/2012/2013/Strategic-Plan-2013-18.pdf \)](https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup/documents/en/investors/group-results/2012/2013/Strategic-Plan-2013-18.pdf)

Allen & Overy, NPL portfolio sales- key issues for sellers and buyer, Marzo 2012

[\(https://www.aohub.com/aos/viewContent.action?key=Ec8teaJ9VapaKY0bt4XReV7eOOGbnAEFKCLORG72fHz0%2BNbpi2jDfaB8lgiEyY1JAvAvaah9lF3dzoxprWhI6w%3D%3D&nav=FRbANEucS95NMLRN47z%2BeeOgEFCt8EGQTBTTrTXtG0BY%3D&popup=HxapDW/MKd4%3D \)](https://www.aohub.com/aos/viewContent.action?key=Ec8teaJ9VapaKY0bt4XReV7eOOGbnAEFKCLORG72fHz0%2BNbpi2jDfaB8lgiEyY1JAvAvaah9lF3dzoxprWhI6w%3D%3D&nav=FRbANEucS95NMLRN47z%2BeeOgEFCt8EGQTBTTrTXtG0BY%3D&popup=HxapDW/MKd4%3D)