

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

Abstract

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. 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); il ROE si è attestato all'1%, rispetto ai valori negativi del triennio precedente. Standard & Poor's ha stimato un costante aumento delle sofferenze creditizie anche per l'anno 2015 e 2016 (arrivando a 390 mld). Quali sono allora le strategie per un miglior disinvestimento di questi assets? E come stanno approcciando il problema le banche italiane?

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 disinvestimenti di *assets non core*, tale da avviare un mercato degli NPL's in Italia almeno per i prossimi cinque anni.

Facendo una panoramica del sistema bancario italiano, è possibile notare come il Paese sia, al pari della Germania, storicamente Banco-centrico. Vista l'elevata presenza di piccole-medie imprese nel nostro tessuto economico, le banche hanno assunto un ruolo centrale nel sistema produttivo italiano. Dato l'orientamento Bank-based nel Paese, il modello di banca maggiormente diffuso è quello commerciale. Questa 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. 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 debiti.

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 un circolo vizioso. La crisi del 2007-2008, iniziata sui mercati

dei capitali è stata essenzialmente una vera e propria crisi di liquidità e di fiducia. 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 un riduzione dei prestiti all'ingrosso.

La seconda crisi, quella dei debiti sovrani 2009-2010, ha avuto effetti più gravi sul credito. La capacità infatti dell'istituto di raccogliere fondi sul mercato è funzione anche del rating ad esso assegnato da agenzie specializzate, che tengono conto nella valutazione, ovviamente, anche del rating del paese di appartenenza. Le due recessioni hanno portato ad una crisi di liquidità per le banche e riduzioni dei fatturati per le imprese; le prime hanno reagito con una riduzione degli impieghi tramite un aumento dei tassi sui prestiti, che andò a peggiorare la situazione dei debitori, sempre più in difficoltà nel far fronte al servizio del debito. Di conseguenza anche il portafoglio crediti delle banche ha subito un deterioramento: aumento dell'esposizioni non performing, ovvero quelle per cui è incerta la riscossione sia in termini di rispetto delle scadenze, sia dell'ammontare dell'esposizione. Per compensare tale fenomeno, gli intermediari sono stati costretti a ridurre i loro impieghi, diventando maggiormente selettivi nella scelta dei clienti. Gli Npls, dunque, appaiono come un freno all'operatività bancaria.

Dal Gennaio del 2014 è entrata in vigore per tutte le banche, non solo europee, una nuova normativa di vigilanza prudenziale (Basilea III), che si applicherà in maniera graduale, emanata già nel 2010 dal Comitato per la Supervisione Bancaria, che ha sede a Basilea, in Svizzera. Questa 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. È stato 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). 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, in relazione all'assorbimento patrimoniale che esse comportano, si accentua ancora di più.

Basilea III, non interviene soltanto sul lato **quantità**, ma soprattutto sul lato **qualità** del capitale. In conclusione entro il 2019, tutte le banche dovranno adeguarsi alla nuova soglia minima di capitale per poter essere considerate solide, pari al 10,5%.

Un altro aspetto da considerare, per concludere l'overview sul contesto economico-finanziario, è la recente Unione bancaria, di cui l'Italia è entrata automaticamente a farne parte come Stato membro dell'UE, la cui finalità è quella di creare una maggiore stabilità del sistema bancario dell'area Euro. Dei tre pilastri di cui si compone, ai fini dell'elaborato è stato preso in considerazione solamente il primo: il Meccanismo di Vigilanza Unica (*the Single Supervisory Mechanism, SSM*). Il 4 Novembre 2014, la Bce ha assunto, così, il ruolo di supervisore unico su 120 gruppi bancari, di cui 15 italiani. Il Meccanismo si fonda sulla stretta collaborazione tra la Bce e le autorità nazionali competenti (ANC) dei paesi membri. Propedeutico all'avvio dell'SSM è stata la revisione degli attivi bancari (Comprehensive Assessment) ad opera della BCE, che ha riguardato 130 banche di 19 paesi e i cui risultati sono stati resi pubblici il 26 Ottobre 2014. 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'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. 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. Il sistema bancario italiano ha avuto un giudizio complessivamente positivo, nonostante la congiuntura economica particolarmente gravosa.

Sulla base di queste informazioni di contesto, si intuisce la necessità di avviare delle strategie di disinvestimento che sbloccino l'operatività degli Istituti di credito. Per anni, le banche italiane hanno sottovalutato l'attività di disinvestire. 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. Sotto un profilo più teorico, il disinvestimento rientra nelle *strategie di corporate* che un'impresa, sia essa di produzione o di servizi, ha a disposizione. Tale livello di strategia

è quello che definisce il perimetro aziendale. 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. 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 stessa. In un primo momento ciò che blocca è il timore nei confronti del disinvestimento, successivamente potrebbero esserci delle vere barriere tecniche a rendere difficoltosa la transazione (ad esempio costi elevati, o la mancanza di acquirenti). 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. Sono tre le opzioni per mettere in gioco la transazione: sell-off; spin-off; equity carve out.

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

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". I parametri per valutare un credito come deteriorato sono due: i "ritardi" nei pagamenti, e la "probabilità di default" della controparte. Banca D'Italia ne riconosce quattro categorie, in ordine crescente di rischiosità: **Crediti scaduti e/o sconfinanti; Crediti Ristrutturati; Incaglio; Sofferenze**. 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.

La provenienza di questi crediti deteriorati è diversa, e questa diversità impatta sulla loro facilità o meno di dismissione. Quelli più attivamente scambiati sul ridotto mercato

italiano di NPL sono quelli rappresentativi del credito al consumo, principalmente unsecured. 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.

Guardando all'interno dell'organizzazione bancaria, il driver della scelta di disinvestire, è il recupero della competitività rispetto ai propri competitors europei. Le banche italiane sono notevolmente meno redditizie delle colleghe europee. Il ROTE (*return on tangible equity*) medio nel 2013 era al di sotto del 5%, contro un costo del capitale (*cost of equity*) superiore al 10%. Si stima, che il costo del capitale per mantenere in bilancio *Non Core Asset* (NCA) sia intorno al 6% del capitale, che sale al 12% per le banche di più piccola dimensione. 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.

Le problematiche principali riscontrate sono inerenti all'aumento delle attività ponderate per il rischio e alla riduzione del ROE. 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. 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. 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.

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.

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 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.

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 dei singoli *cluster*, analizzarne le caratteristiche e performance, al fine di individuare delle strategie per segmentazione.

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 per: *una gestione interna; outsourcing della gestione; cessione del portafoglio NPL; Bad Bank*.

Ai fini della tesi, sono state analizzate solo le ultime due, perché entrambe 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.

Guardando dal punto di vista di chi compra, gli NPLs rappresentano un'opportunità di business. I tipici investitori nel settore *distressed* sono: Investment banks, Hedge Funds, Private Equity, operatori specializzati. Negli ultimi anni la media di rendimento per i distressed investors è stato del 13,28%, sensibilmente superiore a tutti gli altri comparti di mercato. Un rapporto 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. 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. L'Italia è attualmente sotto l'occhio del ciclone, perché il *mismatching* tra domanda e offerta sembra assottigliarsi, ed è emersa un' elevata aspettativa su questo genere di deals, tale aver fatto accumulare nel complesso euro 60 miliardi di equity da investire nei non core assets europei.

Spostandoci, invece, dal lato di chi dismette, l'aspettativa è quella di ottenere un alto prezzo, mantenere un' elevata capacità finanziaria, salvaguardare la propria immagine.

Analizzando 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. 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*, l'*Ageing*,), e poi valutati e classificati attraverso dei punteggi, assegnati sulla base delle informazioni in merito e dell'incasso atteso dall'eventuale cessione. Al termine dell'attività di pianificazione, si procede in Data Room per un'accurata analisi di Due Diligence. Serve alla Banca per venire 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.

Lo step successivo è di *valutazione*. Per definire il Target Price (Net Present Value), ovvero il prezzo al quale la banca è disposta a vendere il proprio pacchetto, è fondamentale ricavarsi tutti i flussi attesi di recupero dei crediti ed attualizzarli al loro *costo del funding*, che in generale va dal 3% al 5%. Al termine della valutazione viene predisposto un Business Plan finale. Quarto step da affrontare è il "*Developing Hypotheses*". Combinando le informazioni ottenute, ossia la conoscenza del mercato di riferimento e le caratteristiche dei cluster in portafoglio, è possibile sviluppare un percorso sostenibile di smobilizzo. 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*. 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: The Cost Of Carry Methodology. Tale metodologia 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. 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, perchè 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..

Una soluzione alternativa alla cessione è la costituzione di una Bad bank. È un' Asset Management Company, una società costituita ad hoc per fare da "contenitore" dei crediti malati delle banche nazionali. 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..

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. I titoli tossici sono conferiti ed isolati nel veicolo ad hoc, nel quale 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 hanno adottato lo schema di una realtà privata, che scorpora la parte non core dell'istituto dalla restante operatività. Nel momento in cui avviene lo spin-off dei bad assets, la banca registra immediatamente 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 ha ottenuto, 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.

Per gli istituti di credito i vantaggi di tale opzione risiedono nel: ricevere cassa a fronte del disinvestimento, migliorando i propri coefficienti di liquidità; nel vedersi ridurre gli accantonamenti di capitale per l'abbattimento del rischio e del gap di prezzo. Inoltre 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. Il prezzo di trasferimento è infatti inferiore al valore di libro ma superiore a quello di mercato. Le AMC diventeranno titolari dei prestiti e come tali agiranno per il recupero, consentendo da un lato ai debitori di negoziare un piano di ristrutturazione ed dall'altro lato, alle banche è consentito di investire nelle società stesse e partecipare agli eventuali *upside* (profitti) derivanti dall'attività delle AMC. Con l'eventuale presenza dello Stato nella Bad bank poi, in virtù della sua natura, i debitori potranno beneficiare di un riscadenamento dell'obbligazione meno pressante di quanto possa essere con soggetti privati, ottenendo più tempo per risanare la posizione.

Per quanto riguarda la realtà italiana, questa è in materia NPL l'Italia è la prima della classe. Distinguendosi ovviamente 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%. 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 anni.

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 avvicinando gli istituti di credito italiani al problema?

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

mercato pari a euro 330 miliardi. I disinvestimenti effettuati 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.

L'Europa nel suo complesso si è dimostrata particolarmente dinamica in tema di NPL, ma emergono due indirizzi diversi nel continente. 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. 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 principali operatori nel mercato distressed, l'Italia appare come il quinto paese in Europa che attrae capitali esteri.

Le banche italiane sembrano aver preferito fino ad ora una gestione *in House* del problema (BNL, Banca Popolare di Milano), ritenendo ovviamente di averne tutte le competenze necessarie al problema. 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, alla riduzione quanto più possibile dei costi legati agli stessi. La soluzione ricercata è quella della cessione.

Le transazioni chiuse nell'anno 2012-2013 sono quasi tutte relative al portfolio unsecured, la maggior parte inerenti al consumer credit. Guardando agli ultimi 18 mesi, la situazione non sembra essere cambiata, ma la ripresa del mercato Real Estate, ha innalzato anche le aspettative sul cluster secured. Cinque cessioni dall'inizio del 2014 sono state realizzate per un ammontare totale di euro 2.5 miliardi. 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.

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. Tutte hanno lavorato su strategie che mirano ad una 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. Solo due dei gruppi bancari maggiori in Italia (UCG, ISP), hanno previsto delle non-core *divisions*.

Nel caso di UniCredit, è stata costituita 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. 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. I drivers per il raggiungimento di questo obiettivo sono due: lavorare sulla mitigazione del rischio da un lato e recuperare redditività dall'altra. Tramite UCCMB si farà leva sul primo driver.

Anche Intesa Sanpaolo tramite la costituzione di The capital light bank, stimola l'incremento della redditività e del valore creato, attraverso il miglioramento della qualità degli attivi di bilancio. Con questo scorporo, ritiene di poter godere di una serie di benefici: prima di tutto di 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 funding.

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 difficile. Nell'Aprile del 2014 è stata 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 veicolo che ne deriva ha dunque due finalità essenziali: liberare le banche da alcune posizioni problematiche e aiutare le aziende in questione a risollevarsi. Alla Newco verranno conferiti inizialmente prestiti che si stimano essere intorno ad euro

2 miliardi. Questi saranno in comune ad entrambe le banche e riguarderanno società di medie dimensioni. 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. 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.

Il rapporto di primavera della Banca d'Italia, dedica un'intera sezione alla possibile costituzione, invece, di una AMC nazionale. Il suo realizzo, in Italia però, non sembra di facile esecuzione. L'ostacolo principale deriva dal contesto europeo con le nuove regole sul *Bail in*. In virtù di ciò, 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 BCE. Per evitare questo, è fondamentale la definizione di un prezzo congruo a cui trasferire i crediti all'AMC. Il prezzo di cessione dovrà essere quello di mercato, diversamente da quanto è accaduto in altre realtà europee. In queste ultime infatti, il conferimento è avvenuto ad un Long Term Economic Value, ovvero a 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 eleggibili a Repo 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, come detto, in modo tale che le banche coinvolte partecipino con i loro bilanci al costo dell'operazione senza dover prevedere alcun sussidio statale. 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. 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.

Definite le strategie di disinvestimento, bisogna capire quali sono gli obiettivi che si intendono raggiungere.

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.

Le prospettive di redditività del sistema bancario italiano restano ancora modeste. 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. 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%). Nel 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%.

Una leva fondamentale alla ripresa degli indicatori di redditività sia il miglioramento della qualità dell'attivo. 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.

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 valore. 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*). 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. Analizzando quattro tra le principali banche italiane (UCG, ISP, MPS, UBI), l'EVA in percentuale (differenza tra ROE e Ke) delle banche è negativo. Il metodo dell'EVA non fa altro che confrontare una componente di reddito con una di costo. 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.

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.

Spostandoci in un'ottica di mercato, sono sempre più numerose le "raccomandazioni" degli analisti finanziari a comprare ("Buy") o tenere ("Hold") le azioni delle banche italiane. Il mercato inizia a premiare le banche italiane perché ritenute più "clean". Esemplificativo è il caso MPS, quando il 15 Febbraio 2015, il titolo guadagnava nella mattinata a Piazza Affari il 6,8% a seguito dell'annuncio di una probabile Bad bank.

Guardando alle valutazioni di mercato delle banche italiane, i loro multipli di quotazione sono inferiori a quelli europei, in quanto anche la loro redditività è più bassa. La correlazione tra le due variabili è molto alta. L'indice di regressione è pari al 73,6%, vuol dire che il movimento del valore del multiplo è spiegato per il 73% dall'andamento del *return on equity*. L'indice di regressione invece tra multipli di mercato e volume NPLs è del 48%.

Infatti 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. La correlazione tra flessione dei corsi azionari e richiesta di aggiustamenti in termini di capitali è positiva. Gli intermediari, infatti, che presentano notevoli shortfall di capitale all'annuncio dei risultati dell'AQR, hanno realizzato CAR (rendimenti cumulativi anomali) negativi.

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.