



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Matematica Finanziaria

**LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI DETERIORATI:
ANALISI OPERATIVA E RUOLO DELLA GACS**

RELATORE

Prof. Carlo Domenico Mottura

CANDIDATO

Alessandro Patrizi
matricola 196961

ANNO ACCADEMICO

2017/2018

INDICE

Introduzione	3
 Capitolo primo - La cartolarizzazione: analisi tecnica e obiettivi	
1.1 Struttura e funzionamento.....	5
1.2 ABS: Rischio, Rating e Credit Enhancement.....	8
1.2.1 Rischio e Rating.....	8
1.2.2 Credit Enhancement.....	11
1.3 Obiettivi e benefici.....	14
1.4 Tipologie di cartolarizzazioni.....	16
 Capitolo secondo - Il mercato delle cartolarizzazioni	
2.1 Nascita ed evoluzione della <i>securitisation</i>	20
2.1.1 L'impatto della crisi dei <i>subprime</i>	23
2.1.2 L'attuale mercato europeo.....	25
2.2 Il mercato delle cartolarizzazioni in Italia.....	27
 Capitolo terzo - La questione dello smaltimento degli NPL	
3.1 <i>Non performing loans</i>	31
3.2 Le strategie europee d'intervento per la riduzione dell' <i>NPE ratio</i>	33
3.3 Le operazioni di cartolarizzazione su NPL.....	36
3.3.1 La valutazione degli NPL e le criticità nella loro dismissione.....	37
3.4 Gli interventi normativi in Italia a favore del mercato degli NPL.....	39
3.4.1 La GACS.....	41
3.5 Due esempi di cartolarizzazione: il progetto FINO e la prima GACS di Popolare di Bari.....	44
 Capitolo quarto – Le nuove proposte e le prospettive	
4.1 Il futuro della GACS.....	51
4.2 Le indicazioni dell'autorità di vigilanza.....	52
4.3 L'ipotesi di un' <i>Asset Management Company</i> europea.....	54
4.4 Considerazioni conclusive.....	55
 Bibliografia	 57

INTRODUZIONE

La cartolarizzazione non è di per sé buona o cattiva. È una tecnica, uno strumento e in quanto tale è priva di un valore generalmente attribuibile. Senza dubbio risulta un espediente molto utile per banche e intermediari finanziari per smobilizzare attività illiquide detenute in portafoglio e trasferirne il rischio ma, al tempo stesso, può rivelarsi una minaccia alla stabilità dell'intero sistema finanziario qualora gli operatori di mercato ne facciano un uso complesso, opaco e particolarmente aggressivo, andando a danneggiare parimenti investitori ed emittenti.

Soprattutto a seguito della crisi finanziaria dei mutui *subprime*, si è cominciata a diffondere l'immagine di una cartolarizzazione emblema della "perversione" della finanza, per alcuni versi a ragione, considerata la complessità delle strutture costruite dalle banche per cartolarizzare e ricartolarizzare su sé stessi i mutui considerati, per altri versi andando a stigmatizzare alquanto semplicisticamente come tossico qualsiasi prodotto di finanza strutturata. Difatti, il volume di emissioni di titoli *asset-backed* ha registrato in Europa e negli Stati Uniti un brusco calo a partire dal 2008, dovuto sia alla perdita di fiducia degli investitori in tale tipologia di operazione sia alla riduzione consistente della massa di mutui erogati dagli istituti di credito.

L'eccessivo e vizioso ricorso alla cartolarizzazione ha sicuramente contribuito ad alimentare la bolla del mercato immobiliare statunitense, inducendo le banche a concedere credito smodatamente, senza curarsi delle necessarie garanzie, e a sobbarcarsi dunque di una quantità di impieghi a dir poco insostenibile. Tuttavia, ciò non fa della *securitisation* in sé una tecnica da abolire dai mercati finanziari ma è piuttosto il suo opaco ed eccessivo utilizzo ad aver generato effetti distorsivi sul sistema bancario. Essa rimane uno strumento di *asset and liability management* estremamente funzionale alle banche per superare crisi di liquidità, ristrutturare l'attivo di bilancio e trasferire parte del rischio di credito da esse sopportato, soprattutto alla luce delle recenti necessità di smaltimento dell'imponente mole di *non performing loans* accumulatasi nei bilanci degli istituti di credito italiani negli ultimi anni.

È quest'ultimo un tema estremamente attuale nel sistema bancario italiano, che ha visto accrescersi vertiginosamente negli anni l'ammontare di crediti deteriorati in portafoglio a causa delle difficoltà finanziarie di una clientela sempre più vessata dalla crisi economica pluriennale. Grandi quantitativi di NPL minacciano seriamente la capacità delle banche di concessione del credito a causa dei vincoli di bilancio, di redditività e di capitale da essi imposti. Contro tale eventualità si collocano i recenti interventi delle autorità di vigilanza nazionali ed europee, volti a orientare gli istituti di credito

all'adozione di strategie quali la cartolarizzazione e cessione dei crediti in sofferenza, l'*outsourcing* presso gestori specializzati ed il *work out* aziendale, per ridurre l'incidenza degli NPL nei loro bilanci. Così le operazioni di *securitisation* con crediti deteriorati come sottostante sono tornate d'interesse in Italia solo negli ultimi anni, anche grazie a una serie di provvedimenti normativi attuati dal legislatore che hanno contribuito a contrastare gli ostacoli allo sviluppo del mercato primario e secondario dei crediti deteriorati, come l'elevato differenziale di prezzo *bid-ask* e i lunghi tempi di recupero italiani. Tra gli interventi più incisivi è da annoverare sicuramente la Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze, alias GACS, che ha consentito alle banche la cessione delle sofferenze a prezzi superiori rispetto al passato pur assicurando rendimenti appetibili ai potenziali investitori delle diverse tranche d'emissione. Non è un caso che a partire dal 2016 siano state implementate dagli istituti di credito italiani diverse maxi-cartolarizzazioni su NPL, dagli 800 milioni di euro di Banca Popolare di Bari ai 17 miliardi di Unicredit ai 26 miliardi di Monte dei Paschi di Siena.

In sintesi, tale elaborato si propone di approfondire l'assetto operativo di tale tecnica, andando ad analizzarne la struttura, i soggetti coinvolti e le finalità, per poi contestualizzare l'operazione all'interno dell'attuale mercato finanziario con una precisa ottica di confronto tra il quadro pre e post crisi, indagando le criticità che hanno determinato il crollo delle emissioni di *asset-backed securities* e le misure normative introdotte per risanare il relativo mercato. L'analisi procede poi con l'inquadrare il fenomeno dell'accumulo dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche italiane e con il presentare la cartolarizzazione come una soluzione indispensabile alla suddetta questione. Ciò che si aspira a dimostrare è che essa, se strutturata in modo chiaro e robusto senza gli eccessi del passato, rappresenta un importante canale di diversificazione delle fonti di finanziamento per le banche, di mobilitazione dell'attivo eventualmente deteriorato, di ripartizione più ampia del rischio all'interno del sistema finanziario. In tal senso, la cartolarizzazione non solo può fornire un importante contributo diretto al finanziamento dell'economia reale, ma può apportare benefici indiretti a famiglie e imprese attraverso una minore onerosità del finanziamento delle carte di credito, dei mutui ipotecari, degli investimenti.

CAPITOLO PRIMO

LA CARTOLARIZZAZIONE: ANALISI TECNICA E OBIETTIVI

1.1 Struttura e funzionamento

La cartolarizzazione, nota anche con il termine *securitisation*, è una tecnica di finanza strutturata usata per attingere risorse finanziarie aggiuntive sui mercati mobiliari da parte di una società, solitamente una banca, a fronte della cessione di parte degli attivi di cui è titolare, e del relativo rischio. Introdotto nell'ordinamento italiano dalla legge 30 aprile 1999, n. 130, tale strumento si inserisce nel processo di innovazione e trasformazione continui cui il sistema finanziario è andato incontro recentemente, mentre la sua diffusione come fonte alternativa di reddito è cresciuta significativamente negli ultimi anni tanto da farla divenire una delle componenti principali del cosiddetto "sistema bancario ombra", in riferimento al complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere sottoposti alla relativa regolamentazione. Il ricorso alla cartolarizzazione ha, infatti, consentito alle banche di alimentare il meccanismo vizioso di concessione dei mutui *sub-prime* senza che si preoccupassero delle necessarie garanzie, causa scatenante dell'imponente crisi finanziaria globale degli anni 2007/2008.

Dal punto di vista tecnico, la cartolarizzazione è un'operazione attraverso la quale una o più attività finanziarie indivise e illiquide, in grado di generare flussi di cassa, sono convertite in attività negoziabili sul mercato dei capitali, ovvero in titoli obbligazionari denominati *Asset Backed Securities* (ABS). Essa prevede lo smobilizzo degli attivi da cartolarizzare da parte di una società (solitamente un intermediario finanziario, un ente pubblico o altra impresa), denominata *originator*, a un'altra società creata *ad hoc*, nota come *Special Purpose Vehicle* (SPV), che svolge il ruolo di veicolo finanziario dal momento che è chiamata a emettere ABS da collocare presso gli investitori, garantiti dal merito di credito del portafoglio sottostante. Solitamente, in Italia, le ABS sono emesse a cedola variabile, con tasso d'interesse pari al tasso *Euribor* (a tre, sei o dodici mesi) maggiorato di

uno *spread*¹ tanto superiore quanto minore è il *rating* delle attività sottostanti e maggiore è la *maturity* dei titoli emessi. A seconda del sottostante che viene cartolarizzato, tali ABS possono distinguersi in *Mortgage Backed Securities* (MBS), aventi come sottostante mutui, *Collateralized Debt Obligation* (CDO), il cui sottostante è rappresentato da titoli obbligazionari pubblici o privati, *Asset Backed Commercial Paper* (ABCP), aventi come sottostante crediti a breve termine. Tali tipologie di titoli, di fatto, essendo più isolate dal rischio di credito, risulteranno più liquide rispetto alle attività da cui hanno avuto origine e circoleranno sul mercato dei capitali come qualsiasi altro strumento finanziario. Il ricavato della vendita di ABS viene impiegato dalla SPV per acquistare i crediti ceduti dall'*originator*. Si verificherà, così, il trasferimento del rischio ai sottoscrittori finali delle obbligazioni in quanto i pagamenti di interessi e capitale dovuti a tali investitori dipendono fortemente dalla effettiva riscossione dei flussi di cassa prodotti dai crediti ceduti. Per esempio, nel caso di emissione di MBS, il servizio di debito viene pagato grazie alla maturazione progressiva dei mutui, quindi all'ammortamento degli attivi cartolarizzati. In questa sede, è opportuno specificare come la SPV debba mantenere una separazione patrimoniale tra ciascuna operazione di cartolarizzazione, il proprio patrimonio e i *cash flows* generati da altre operazioni. Il rimborso di capitale e interessi ai sottoscrittori di ABS, così, dipenderà esclusivamente dalla buona performance finanziaria del portafoglio di crediti cartolarizzati, e non dall'ampiezza del capitale di cui la SPV dispone.

Il soggetto che gestisce i flussi di cassa e quindi provvede a trasferirli dagli attivi originari agli investitori in ABS è detto *servicer*, ruolo spesso svolto dallo stesso *originator*. Il *servicer* deve essere una banca o un intermediario finanziario ed è deputato anche allo svolgimento di una serie di attività di controllo, stabilite dalla Banca d'Italia, quali l'accertamento della distinzione fra i vari patrimoni relativi a diverse operazioni di cartolarizzazione, il monitoraggio degli incassi rispetto alle scadenze programmate e la tutela degli interessi dei portatori dei titoli in ogni fase dell'operazione.

A collocare le ABS sul mercato è propriamente una *investment bank*, che percepisce una commissione per il servizio prestato.

Il funzionamento base dell'operazione è schematizzato nella Figura 1.1.

¹ Tale *spread* può essere interpretato sia come premio per il rischio da sommare all'*Euribor*, generalmente considerato un tasso *risk-free*, sia come premio per la liquidità che compensi l'investitore della natura a breve termine dell'*Euribor* contro la scadenza di medio-lungo termine tipica delle ABS.

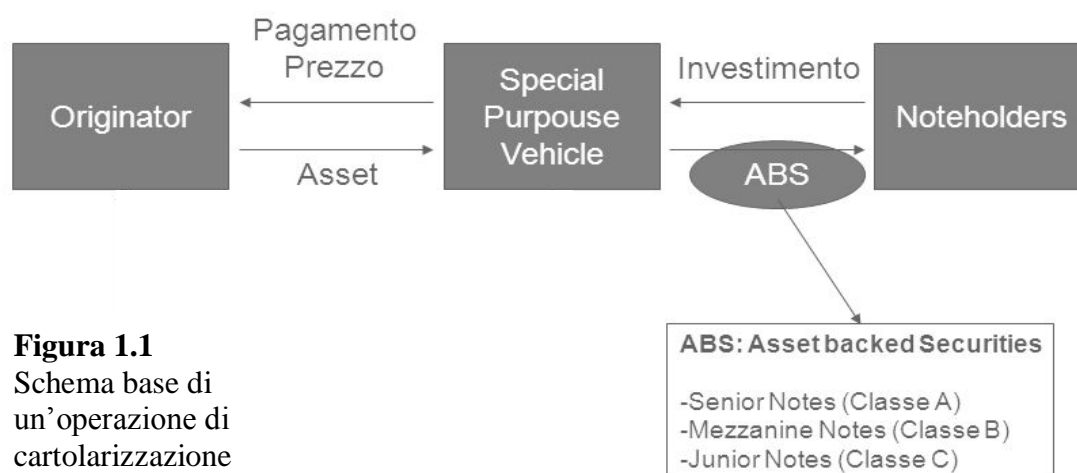


Figura 1.1
 Schema base di
 un'operazione di
 cartolarizzazione

L'intero processo di cartolarizzazione è piuttosto complesso e tipicamente si conclude nell'arco di sei o sette mesi. Fondamentale per l'avvio dell'operazione è la prima fase di valutazione dello *status quo* da parte dell'*originator*, attraverso un'analisi di potenziali costi e benefici che possano derivare dalla *securitisation*: si tratta di comprendere se a prevalere siano i costi di finanziamento e quelli derivanti dall'avvio di un processo di interlocuzione con i mercati, oppure i vantaggi derivanti dall'allentamento di vincoli e pressioni sul capitale regolamentare e dalla cessione di attività illiquide. La valutazione *ex ante* deve concentrarsi anche sul tipo di attività disponibili per la cartolarizzazione. Infatti, perché l'operazione sia sufficientemente robusta così da ottenere un *credit rating* elevato, è necessario, in linea teorica, che gli *underlying assets* da cartolarizzare condividano le seguenti caratteristiche:

- omogeneità e volumi tali da consentire l'analisi statistica;
- una storia stabile in termini di tassi, *defaults*, insolvenza ecc.;
- sufficiente diversificazione (geografica, socio-economica ecc.) al fine di ridurre la vulnerabilità del portafoglio ceduto a stress macroeconomici;
- trasferibilità e assenza di vincoli.

Concluso tale momento di valutazione iniziale, segue la fase di scelte dell'*originator* in merito a struttura legale dell'operazione e sistema di garanzie. Soltanto in seguito, l'operazione può prendere effettivamente il via attraverso il trasferimento degli attivi alla SPV. Nella maggior parte dei casi quest'ultimo assume i caratteri di una cessione *pro soluto*, senza più alcuna esposizione del cedente al rischio di insolvenza, coerentemente con le stesse finalità della cartolarizzazione di eliminazione dei crediti dall'attivo dell'*originator* (effetto "*off-balance-sheet*" o "trattamento fuori bilancio").

1.2 ABS: Rischio, Rating e Credit Enhancement

1.2.1 Rischio e Rating

La maggior parte delle fonti di incertezza cui i detentori delle ABS sono esposti è riconducibile al rischio di credito, connesso alle attività cedute dall'*originator* e agli inadempimenti di terze parti coinvolte nell'operazione. Tuttavia, i rischi tipicamente presenti in un'operazione di cartolarizzazione sono diversi e comprendono anche:

- il rischio di liquidità: rischio di temporaneo deficit di cassa della SPV dovuto a un *mismatch* tra il piano di rimborso delle passività e quello di riscossione delle attività;
- il rischio di prezzo: rischio che il valore dei crediti cartolarizzati scenda vertiginosamente a causa di una diminuzione di prezzo del bene sottostante;
- il rischio di performance del *servicer* (relativo al recupero dei crediti): legato al fallimento o scarsa performance del gestore dei flussi di cassa;
- il rischio legato al garante (per esempio il *liquidity provider*²)
- altre tipologie di rischio non specifiche di un'operazione di cartolarizzazione quali: il rischio d'interesse, il rischio di cambio, il rischio paese, i rischi legali ecc.

Dunque, al fine di aumentare la trasparenza dell'operazione e facilitare il collocamento delle ABS sul mercato, è fondamentale il ricorso alle agenzie di *rating* perché esprimano un giudizio sintetico sul merito creditizio dell'emissione³. Proprio nel caso delle ABS, infatti, la loro analisi si differenzia da quella tradizionalmente impiegata per le obbligazioni poiché la valutazione dei profili di rischio incide sul livello di garanzie necessarie (*credit enhancement*⁴) e sulla struttura dell'operazione. L'emittente mira, infatti, ad un determinato livello di *rating* per le ABS, che viene contrattato proponendo alla società di *rating* diverse opzioni in materia di strutturazione.

Di particolare rilievo è il cosiddetto *pre-sale report*, pubblicato da tali agenzie prima dell'emissione delle ABS. In tal modo, gli investitori potranno avvalersi di una valutazione espressa da un soggetto specializzato, terzo rispetto all'operazione, e accertarsi così che il titolo abbia un livello di rischio in linea con gli obiettivi di investimento prefissati.

In particolare, l'obbligo di una valutazione vige per le offerte rivolte al pubblico e non per i titoli destinati agli investitori professionali, per i quali basta redigere il prospetto informativo⁵, secondo

² Colui che mette a disposizione della SPV una linea di credito.

³ Solitamente le agenzie di *rating* formulano anche giudizi sul rischio di credito degli stessi emittenti.

⁴ Si veda in proposito il paragrafo 1.2.3.

⁵ Legge 130/99, art. 2, comma 3

quanto stabilito dalla legge 130/99 all'art. 2, comma 4: “*Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi*”.

Le agenzie di *rating* formulano un giudizio attraverso la comunicazione al mercato di simboli alfanumerici classificati secondo un criterio ordinale e rappresentativi, quindi, di differenti livelli del rischio di credito delle ABS. Nel mondo operano diverse società della specie, ma il loro numero complessivo risulta ridotto e, comunque, i soggetti principali sono solitamente identificati nelle tre agenzie internazionali rappresentate da Fitch Ratings Ltd., Moody's Investors Service Inc. e Standard & Poor's Ratings Services LLC. La simbologia da esse adottate per l'espressione di sintesi non è la stessa, seppur siano ravvisabili alcuni tratti comuni quali:

- l'utilizzo delle lettere in ordine alfabetico (dalla A in avanti) e in numero decrescente (da tripla lettera a singola lettera) per segnalare i titoli con il rischio di credito progressivamente più elevato;
- il ricorso, in affiancamento alle lettere, ai numeri in ordine crescente (da 1 a 3) o ai segni algebrici in ordine decrescente (da + a -) per indicare, nell'ambito dello stesso livello di rischio, i titoli con il rischio più basso o, rispettivamente, più alto;
- l'individuazione, in corrispondenza di misure del *rating* pari o superiori a una certa soglia e inferiori alla medesima soglia, rispettivamente, dei titoli con un basso grado di rischio di credito (*investment grade*) e dei titoli con un alto grado di rischio di credito (*speculative grade*).

Le corrispondenze tra le diverse agenzie nelle espressioni di sintesi del *rating* sin qui descritte sono riportate nella Tabella 1.1, affiancate da un giudizio qualitativo di sintesi.

Tabella 1.1
Scala dei giudizi
di *rating*

Fitch	S&P	Moody's	Rating grade description (Moody's)		
AAA	AAA	Aaa	Investment grade	Minimal credit risk	
AA+	AA+	Aa1		Investment grade	Very low credit risk
AA	AA	Aa2			
AA-	AA-	Aa3			
A+	A+	A1			Low credit risk
A	A	A2			
A-	A-	A3			
BBB+	BBB+	Baa1	Investment grade	Moderate credit risk	
BBB	BBB	Baa2			
BBB-	BBB-	Baa3			
BB+	BB+	Ba1	Speculative grade	Substantial credit risk	
BB	BB	Ba2			
BB-	BB-	Ba3			
B+	B+	B1		High credit risk	
B	B	B2			
B-	B-	B3			
CCC+	CCC+	Caa1		Very high credit risk	
CCC	CCC	Caa2			
CCC-	CCC-	Caa3			
CC	CC	Ca		In or near default, with possibility of recovery	
C	C				
DDD	SD	C			
DD	D		In default, with little chance of recovery		
D					

I fattori ai quali le agenzie di *rating* rivolgono la propria attenzione nella formulazione del giudizio riguardano principalmente:

- l'analisi del portafoglio oggetto di cartolarizzazione, con riferimento alla qualità degli attivi sottostanti (*underlying assets*) e all'eventuale diversificazione del portafoglio crediti;
- la struttura legale dell'operazione, apprezzando il livello di isolamento che legalmente è possibile raggiungere rispetto all'*originator/servicer*, con particolare riferimento all'ipotesi di *default*;
- la struttura dei *cash flow*, concentrandosi sia sui volumi sia sulla dinamica (*matching versus mismatching*)⁶, oltre che sulla presenza di eventuali forme di garanzia;
- le controparti, andando a considerare l'affidabilità e qualità dei diversi soggetti coinvolti, dal *servicer* all'*originator*, ad altri garanti.

L'assegnazione del *rating* favorisce sia investitori che emittenti. I primi, come accennato precedentemente, avendo l'esigenza di massimizzare il proprio rendimento in ragione della propria propensione al rischio, avranno a disposizione informazioni corrette, tempestive e facilmente interpretabili; inoltre potranno risparmiare i costi legati all'analisi del rischio e giungeranno alle scelte d'investimento più rapidamente, all'interno di un mercato reso più liquido dall'accesso degli investitori internazionali che, confidando nelle valutazioni delle agenzie di *rating* di riconosciuta

⁶ È opportuno considerare se le scadenze relative ai flussi finanziari derivanti dagli *assets* ceduti siano tali da permettere il puntuale pagamento dovuto ai sottoscrittori delle ABS.

affidabilità, possono evitare un'analisi diretta e particolarmente onerosa. Pertanto, tali investitori saranno anche propensi ad accettare tassi di remunerazione inferiori.

Per quanto riguarda, invece, i vantaggi per i soggetti emittenti, l'ottenimento di un *rating* elevato permetterà loro di spuntare interessi più bassi in virtù della presumibile maggior solvibilità garantita dal giudizio delle agenzie. In questo senso, il giudizio sul merito di credito contribuisce non poco a ridurre il costo dell'indebitamento, grazie al minor rischio percepito da investitori privati e istituzionali.

Il ruolo delle agenzie di *rating* risulta fondamentale per la contrattazione delle ABS anche dopo l'emissione del giudizio, dato il loro continuo monitoraggio dello standard creditizio dei titoli e la conseguente eventuale segnalazione di miglioramenti (*upgrade*) o peggioramenti (*downgrade*). Tuttavia, occorre opportunamente considerare anche i limiti insiti nelle loro valutazioni, giacché il *rating* non costituisce né una garanzia di pagamento né una raccomandazione a comprare o vendere un determinato titolo. L'adeguatezza di un investimento dipende sempre, infatti, sia dalle esigenze finanziarie dell'investitore, dalle sue preferenze e propensione al rischio, sia dalle condizioni di mercato correnti.

1.2.2 Credit Enhancement

Al fine di mitigare i molteplici rischi presenti in una *securitisation*, è possibile prevedere e introdurre all'interno dell'operazione un pacchetto di garanzie, cui tipicamente ci si riferisce come *credit enhancement*. Tale supporto può, appunto, essere fornito sia dallo stesso *originator* (garanzia interna o implicita) sia da terze controparti, quali banche o compagnie di assicurazione, (garanzia esterna o esplicita) che si impegnano ad offrire un sostegno totale o parziale in caso di perdite. Tuttavia, qualora l'emissione sia supportata esclusivamente da forme di *credit enhancement* esterno, il *rating* dei titoli non può essere superiore a quello assegnato alla controparte in questione. In tale circostanza, sarà importante, per un favorevole collocamento delle ABS, che il garante esterno in parola disponga di un elevato *standing* creditizio. Il vantaggio principale delle garanzie esterne è che esse consentono all'*originator* di non assumersi nuovamente il rischio del portafoglio ceduto, senza per questo rinunciare ad un miglioramento del giudizio sull'emissione da parte dell'agenzia di *rating*.

Sono diversi i fattori da considerare per quanto riguarda il livello di *credit enhancement* da affiancare all'operazione, primo tra tutti il livello di *rating* che si desidera raggiungere. Per assicurarsi il livello

più elevato (AAA), la garanzia dovrà essere tale da consentire il regolare pagamento dei flussi spettanti ai sottoscrittori delle ABS anche al verificarsi dello scenario economico più sfavorevole delineato dall'agenzia di *rating*. Generalmente, il livello di *credit enhancement* viene stabilito sulla base del tasso di *default* medio storico osservato su un portafoglio di attività analogo a quello oggetto di cartolarizzazione.

Difatti, la maggior parte delle emissioni di titoli ABS sono collocate sul mercato accompagnate da una forma di supporto creditizio interno che può coesistere con altre garanzie esterne. Con riferimento al rischio di credito in particolare, le forme di garanzia principali, tutte di tipo implicito, risultano il *tranching*, l'*overcollateralization* e la costituzione di un *excess spread*.

La tecnica maggiormente diffusa è il *credit tranching*, che consiste nel suddividere l'emissione dei titoli in gruppi caratterizzati da un diverso livello di *seniority*, ossia da un ordine decrescente di priorità nell'allocazione dei flussi finanziari. Si creano così più tranches di ABS caratterizzate da differenti livelli di *rating*, rischio e rendimento, proponibili a investitori dalle diverse propensioni al rischio, facilitando così il collocamento dei titoli sul mercato. Nella sua forma più classica il *credit tranching* prevede la presenza di tre classi:

- la tranche *senior*: la più rilevante dal punto di vista dei volumi emessi, cui viene attribuito un *rating* elevato giacché caratterizzata dalla massima priorità nel pagamento dei *cash flows*;
- la tranche *mezzanine*: caratterizzata da un livello di subordinazione intermedio e dunque da un *rating* inferiore;
- la tranche *junior* (o *equity*): la più subordinata, priva di *rating* (*unrated*), dunque la prima ad essere intaccata dalle perdite eventualmente generate dal *pool* di *asset* cartolarizzati e l'ultima a essere rimborsata.

Il pagamento del servizio di debito prevede, infatti, un meccanismo a cascata (*waterfall*), in base al quale le tranches vengono pagate dalla meno alla più rischiosa, soddisfacendo prima la tranche *senior*, poi quella *mezzanine* e infine, nei limiti di quanto eventualmente disponibile, la tranche *junior*. In tal senso si spiega la definizione alternativa di quest'ultima quale tranche *equity*, dal momento che essa tende a comportarsi come capitale di rischio: i sottoscrittori della tranche *junior* si vedranno pagati interessi e capitale solo nel caso in cui la dinamica dei flussi prodotti dalle attività sottostanti seguirà un andamento favorevole; nel caso contrario, essi dovranno rinunciare agli interessi ed eventualmente anche a tutto o parte del capitale investito.

La dimensione della tranche *junior* dipende dall'ammontare di protezione richiesto dall'agenzia di *rating* affinché la classe *senior* possa raggiungere il *rating* desiderato. Per esempio, se il portafoglio

di prestiti può generare perdite del 10% nel peggiore scenario economico delineato dall'agenzia, data un'emissione di 100 milioni di euro, occorreranno 10 milioni di euro di protezione affinché possano essere emesse ABS con *rating* AAA. Dunque, l'emittente potrà emettere 90 milioni di euro di *senior securities* e 10 milioni di euro di titoli subordinati, di solito detenuti dallo stesso *originator* (Federici, 2008).

La riduzione del rischio di credito può essere perpetrata anche mediante l'*overcollateralization*, che prevede l'emissione di ABS per un valore inferiore rispetto a quello degli attivi sottostanti e dunque la cessione alla SPV di *assets* che valgono più dei fondi ricevuti dagli investitori. Si crea così un'eccedenza nell'attivo e la SPV avrà a disposizione i mezzi per sopperire ad eventuali sofferenze e ripagare i sottoscrittori dei titoli. Per esempio, a fronte della cessione di €100 di attivi si emettono ABS dotate di *rating* per un controvalore di €95 più una tranche *junior* per un controvalore di €5. In questo caso, la cosiddetta *overcollateralization ratio*, data dal rapporto tra il valore del collaterale e quello della tranche dotata di *rating*, è pari a 1,05. Maggiore è l'*overcollateralization ratio*, maggiore risulterà il livello di protezione di cui gode la tranche considerata, in questo caso la tranche dotata di *rating* (Mazzuca, 2015). Nel caso in cui non si incorra in perdite, i fondi rimasti verranno restituiti all'*originator* al termine dell'operazione.

Un ulteriore sostegno può consistere nell'erogazione, da parte dell'*originator*, di un prestito subordinato a favore del veicolo (*cash collateralization*).

Un altro tipo di garanzia implicita associabile a emissioni di ABS è il ricorso all'*excess spread*, ovvero alla differenza positiva tra il rendimento delle attività sottostanti e il rendimento promesso sui titoli dotati di *rating*. Esso può essere utilizzato per coprire perdite future che si verifichino durante la vita dell'operazione nonché per effettuare un accantonamento a fronte di possibili inadempimenti.

Per quanto riguarda, invece, forme di garanzia da apporre per mitigare rischi ulteriori, sono da annoverare quelle relative alla costituzione di una riserva di liquidità utilizzabile dalla SPV o alla presenza di un *liquidity provider* che metta a disposizione una linea di credito, in merito al rischio di liquidità, e quelle relative all'impiego di strumenti derivati quali *interest rate swap* (IRS) e *currency swap*, in merito ai rischi d'interesse e di cambio. Questi ultimi rappresentano operazioni finanziarie di copertura in cui due controparti si impegnano a scambiarsi flussi di cassa futuri a date stabilite. In particolare, l'IRS prevede che l'acquirente del contratto paghi alla controparte un tasso fisso predeterminato, per un certo numero di anni e sulla base di un capitale di riferimento detto nozionale. Dall'altra parte, il venditore, in cambio del tasso fisso, si impegnerà a pagare, sullo stesso capitale

nozionale e per il medesimo periodo di tempo, un tasso variabile solitamente pari all'*Euribor* (a tre o sei mesi) più un margine determinato di volta in volta.

Può accadere, soprattutto nel caso di garanzie in ammontare fisso oppure strutturate relativamente al valore dei crediti in essere, che la copertura da esse fornita si riduca man mano che, rispettivamente, queste vengano impiegate oppure che i debitori rimborsino progressivamente le quote capitale, riducendo il numero di crediti correnti. Per contrastare il deterioramento del valore della garanzia e poter difendere i sottoscrittori di ABS dal rischio di mancata protezione dei flussi monetari loro spettanti, possono essere introdotte clausole contrattuali che prevedono un aumento del supporto al verificarsi di determinati *trigger events*.

Da quanto sopra riportato, si comprende come il successo di un'emissione di ABS discenda da un *rating* affidabile ed elevato e, conseguentemente, da un'analisi accurata da parte dell'*arranger*⁷ delle diverse forme di *credit enhancement* cui ricorrere, attraverso verifiche di tipo dinamico della performance del portafoglio nel tempo e ipotesi di diversi scenari. I criteri di scelta del *credit enhancement*, infatti, rivestono un'importanza notevole in quanto influenzano direttamente il rischio di credito che rimarrà in capo all'*originator* e dunque il *rating* e il prezzo delle ABS.

1.3 Obiettivi e benefici

Le finalità economiche e i benefici che possono essere perseguiti attraverso la *securitisation* sono diversi e variano in funzione dei soggetti considerati.

Con riferimento all'*originator* i principali obiettivi possono consistere in:

- *funding* e aumento della liquidità: la cartolarizzazione si presenta come un canale alternativo di raccolta a medio-lungo termine, grazie alla cessione a titolo definitivo di una parte del portafoglio prestiti e al conseguente incremento della liquidità derivante dal prezzo di vendita degli attivi. Il vantaggio principale risiede nei costi spesso inferiori rispetto alle altre fonti di finanziamento;

⁷ Il soggetto deputato all'organizzazione di una cartolarizzazione, generalmente una banca. Ha la funzione di assistere il cliente cedente nella strutturazione dell'operazione, di mantenere i rapporti con le altre controparti coinvolte (agenzie di *rating*, studi legali, eventuali prestatori di garanzie aggiuntive). Solitamente l'*arranger* è anche responsabile del *pricing*, della sottoscrizione e dell'allocazione dei titoli emessi presso un gruppo di banche venditrici.

- ristrutturazione dell'attivo: conseguibile grazie alla liquidità extra generata dall'operazione. Le motivazioni sottostanti a questo obiettivo sono smobilizzare attività a medio-lungo termine, riequilibrando eventualmente il rapporto tra attività correnti e passività correnti, migliorare la diversificazione di portafoglio, riducendo la rischiosità complessiva dell'*originator*, conseguire un incremento dei profitti, investendo in attività più rischiose, o aumentare la capacità di impiego, aumentando il "tasso di rotazione" delle attività dell'*originator*. Quest'ultimo potrebbe così concedere nuovi prestiti (in grado di generare ricavi da interessi e commissioni), utilizzabili per ulteriori cartolarizzazioni (CDO, in questo caso), che a loro volta produrrebbero maggiori interessi e nuovi clienti. Le banche, così facendo, trasformerebbero il loro modello di attività dal tradizionale *originate-to-hold* al modello *originate-to-distribute*: se nel primo caso concederebbero fondi nell'intenzione di mantenere i titoli di credito fino a scadenza, nel secondo l'intenzione sarebbe quella di cederli ad altre istituzioni finanziarie o investitori prima della *maturity*;
- trasferimento e cessione del rischio di credito, connesso al mancato recupero degli attivi iscritti in bilancio: ottenibile attraverso una cessione *pro soluto* del portafoglio e/o l'eventuale ricorso a *credit enhancement* esterno;
- risparmio di capitale regolamentare (*capital relief*): ovvero la possibilità per gli intermediari bancari di ridurre il capitale regolamentare imposto dalle norme di vigilanza prudenziale previste dal Comitato di Basilea;
- miglioramento di alcuni indici di bilancio e redditività del capitale: quale conseguenza di strategie volte ad aumentare i profitti della banca e/o ridurre il suo capitale di rischio, spesso tuttavia mitigate dagli elevati costi della cartolarizzazione.

Il ricorso alla cartolarizzazione permette la circolazione, sotto forma di titoli negoziabili, di qualsiasi tipo di attività reale e genera vantaggi significativi sia per il sistema finanziario nel suo complesso, sia per il pubblico degli investitori, istituzionali o meno. A livello di sistema, infatti, la cartolarizzazione libera nuove risorse, riducendone il costo, e favorisce lo sviluppo dei mercati finanziari per via dell'emissione di nuovi strumenti finanziari, dei nuovi ruoli assunti dai soggetti coinvolti e dei notevoli benefici derivanti dalla ripartizione dei rischi a livello di sistema.

Dal punto di vista degli investitori, invece, obiettivi e benefici principali della *securitisation* sono:

- possibilità di ottenere un rendimento superiore alle tradizionali forme di investimento a parità di *rating*;

- adattabilità e flessibilità alle diverse esigenze finanziarie e propensioni al rischio, attraverso l'ampliamento della gamma dei profili di rischio/rendimento presenti sul mercato (grazie, ad esempio, al *credit tranching*);
- diversificazione del portafoglio;
- riduzione dei rischi.

1.4 Tipologie di cartolarizzazioni

Quanto illustrato finora rappresenta lo schema base di un'operazione di cartolarizzazione. Tuttavia, si tratta di una tecnica di finanziamento ben poco standardizzata e dunque contraddistinta da molteplici strutture operative, riconducibili ad altrettante differenti tipologie di ABS. La scelta del tipo di struttura da adottare, essendo anche influenzata dalla legislazione presente nei vari paesi, dipende dagli *assets* utilizzati come collaterale e dagli obiettivi che l'*originator* vuole raggiungere. A tal proposito, è possibile individuare le principali categorie di cartolarizzazioni.

Una prima classificazione può essere operata riguardo alla natura della *securitisation*, tra *pass through* e *pay through securitisation*. Una seconda può essere compiuta sulla base della meccanica e della *ratio* stessa dell'operazione (*cash* e *synthetic securitisation*), una terza sulla tipologia di titoli emessi (ABS, CDO, WBS). Tali categorie sono riportate nella Tabella 1.2.

Tabella 1.2

Tipologie di cartolarizzazioni

<i>Critério di classificazione</i>	<i>Tipo di cartolarizzazione</i>
Natura dell'operazione	<i>Pass through</i> <i>Pay through</i>
Struttura	<i>Cash</i> Sintetiche
Titoli emessi	ABS CDO WBS

Per quanto riguarda la distinzione in base alla natura dell'operazione, fra una *pass through* e una *pay through securitisation*, essa risiede nel rapporto esistente fra flussi derivanti dalle attività sottostanti e flussi destinati a rimborsare i sottoscrittori dei titoli emessi. Nelle strutture cosiddette *pass through*, i titoli emessi dalla SPV hanno natura di certificati di partecipazione la cui performance è direttamente collegata e sincronizzata rispetto ai flussi prodotti dagli attivi sottostanti; tale circostanza fa sì che gli investitori siano soggetti al rischio di rimborso anticipato. Nelle strutture *pay through*, invece, gli investitori hanno solo una forma di garanzia (*charge*) che conferisce diritti di prelazione sulle attività presenti e future dell'*originator* e dunque sui *cash flows* e sulle attività sottostanti che fungono da *collateral* dell'operazione, che rimangono tuttavia di proprietà della SPV. Inoltre, i titoli emessi dalla SPV sono qui analoghi a strumenti obbligazionari veri e propri; i flussi di debito derivanti dai crediti cartolarizzati e il servizio di debito destinato ai titoli emessi sono desincronizzati, esponendo maggiormente gli investitori a rischi di liquidità e reinvestimento rispetto alla *pass through*. La SPV è poi dotata di maggiore discrezionalità, ad esempio, nel decidere di reinvestire eventuali eccedenze di breve termine.

Altro criterio di differenziazione fra *securitisations* risiede nella meccanica dell'operazione, ovvero in merito al trasferimento delle attività da cartolarizzare. Le cartolarizzazioni *cash* sono quelle cui si è fatto riferimento fino a questo punto della trattazione, ovvero contraddistinte dalla cessione vera e propria dei titoli alla SPV, mentre le cartolarizzazioni sintetiche presuppongono che i crediti cartolarizzati rimangano nel portafoglio dell'*originator*, con il trasferimento del solo rischio di credito in esse incorporato. Per scindere il rischio di credito dalle corrispondenti attività si ricorre all'impiego di strumenti appositi, i cosiddetti derivati creditizi.

Si tratta di contratti derivati che hanno come sottostante il merito creditizio di un determinato emittente, precedentemente valutato da un'agenzia di *rating*, e che permettono dunque di proteggersi dal possibile verificarsi di un *credit event* futuro e incerto che minacci la solvibilità dell'emittente stesso. La struttura standard del contratto prevede un *protection buyer* che intende acquistare protezione contro il rischio di credito di uno o più *assets* (denominati *reference obligation*), previo versamento di un premio al *protection seller*, che si impegnerà, a sua volta, ad effettuare alla controparte un pagamento determinato o determinabile al verificarsi del *credit event*. I derivati creditizi più diffusi comprendono: il *Credit Default Swap* (CDS), in cui i pagamenti a tasso fisso del *protection buyer* sono periodici contro il pagamento a *bullet* del *protection seller* al verificarsi dell'evento creditizio; i *Credit Linked Note* (CLN), titoli di credito emessi dal *protection buyer* e acquistati dal *protection seller* il cui rimborso a scadenza è condizionato dalla riduzione eventuale del valore della *reference obligation*, in caso di *credit event*; i *Total Return Swap* (TRS), in cui

entrambi i pagamenti di *protection buyer* e *seller* sono periodici, calcolati sullo stesso capitale nozionale.

Ebbene, in una cartolarizzazione sintetica *plain vanilla*, l'*originator* (*protection buyer*) sottoscriverà un CDS con la SPV (*protection seller*), trasferendo a quest'ultima il rischio di credito degli attivi da cartolarizzare (*reference portfolio*). In cambio, la SPV incasserà un premio periodico ed emetterà poi CLN, generalmente in più tranches. Così facendo, trasferirà a sua volta il rischio della performance della *reference portfolio* agli investitori sottoscrittori e impiegherà le risorse derivanti dal collocamento nell'acquisto di un collaterale⁸, tipicamente composto da titoli *risk-free*. Esso rappresenta una forma di garanzia, assicurando sia la protezione pattuita all'*originator* al verificarsi di evento creditizio, sia il rimborso di capitale e interessi ai sottoscrittori di CLN grazie ai flussi monetari in entrata, generati dal collaterale stesso e versati dall'*originator*. La struttura tipica di una cartolarizzazione sintetica è schematizzata in Figura 1.2.

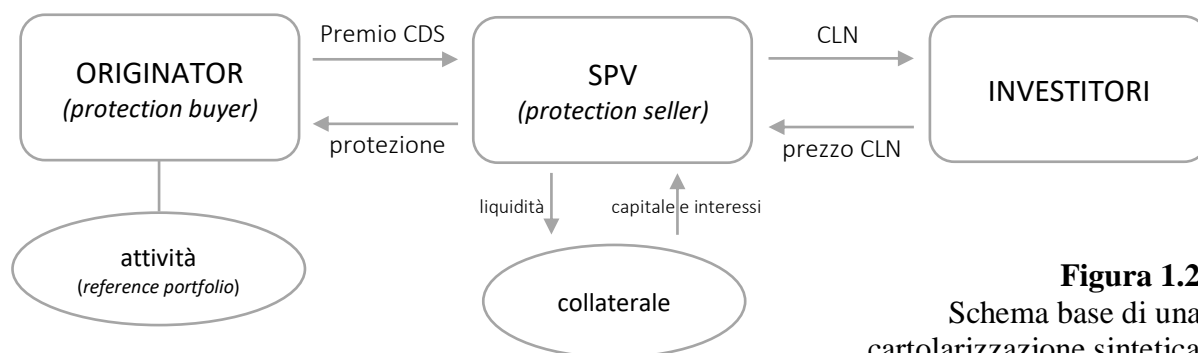


Figura 1.2
Schema base di una cartolarizzazione sintetica

Infine, come anticipato, un'ultima classificazione fra cartolarizzazioni è operabile in funzione della tipologia di titoli. Le *Asset Backed Securities* (ABS) sono i titoli di credito standard emessi dalla SPV, già più volte citati.

Le *Whole Business Securitisation* (WBS) si differenziano, invece, dalla cartolarizzazione *plain vanilla* poiché nel loro caso manca una vera e propria selezione ed isolamento delle attività da cartolarizzare da parte dell'*originator*. La WBS, infatti, è un'operazione finanziaria a metà strada tra la cartolarizzazione classica e il prestito garantito, dal momento che prevede la *securitisation* dell'intero business di un'impresa (o di parte di esso) da parte dell'*operating company*, a fronte della

⁸ “Bene reale o finanziario concesso in garanzia del puntuale pagamento di un debito. Se alla scadenza, il debitore non è in grado di pagare quanto previsto, il creditore può rivalersi sul bene, per es. vendendolo, e utilizzando tutto o parte del ricavato per soddisfare il suo credito.” (Treccani, 2012)

concessione di un prestito nei suoi confronti da parte della SPV. Tale apertura di credito rasenta le caratteristiche di un mutuo garantito (*secured loan*), in cui l'*operating company* mutuataria si impegna a pagare il servizio di debito con i *cash flows* futuri derivanti dalla gestione ordinaria dell'attività aziendale, i cui diritti di usufrutto sono ceduti alla SPV mutuante. Quest'ultima, poi, emette e colloca sul mercato *secured notes* i cui sottoscrittori rappresenteranno i finanziatori effettivi dell'*operating company*.

Le *Collateralized Debt Obligation* (CDO), tipicamente collocate sul mercato in più tranches, si differenziano dalle ABS innanzitutto per il fatto che il *collateral* è costituito da strumenti finanziari assimilabili a titoli obbligazionari o crediti⁹, anziché da una serie di attività omogenee. Esso dunque, essendo costituito da *assets* relativi a emittenti, settori e aree geografiche diverse, risulterà maggiormente diversificato e presenterà, di conseguenza, una minore volatilità dei rendimenti attesi rispetto al caso delle ABS. Ulteriore peculiarità delle CDO è rappresentata dalle tecniche impiegate per cartolarizzare: se nelle cosiddette *cash flow* CDO il pagamento di interessi e capitale dipende unicamente dai flussi di cassa provenienti dalle attività sottostanti, nelle *market value* CDO esso è vincolato al valore di mercato del *collateral* e dipende dai guadagni provenienti dalla negoziazione sul mercato degli *assets* contenuti nel *collateral*. Sarà dunque particolarmente rilevante il ruolo dell'*asset manager*, deputato ad una gestione dinamica del *collateral* che mantenga il suo valore di mercato stabile nel tempo e faccia registrare guadagni in conto capitale grazie all'attività di negoziazione.

⁹ Nel caso in cui gli strumenti finanziari costituenti il *collateral* assumano una natura analoga a quella di obbligazioni, le *notes* emesse prenderanno il nome di *Collateralized Bond Obligations* (CBO); qualora siano invece più assimilabili a dei crediti, si parlerà di emissione di *Collateralized Loan Obligations* (CLO).

CAPITOLO SECONDO

IL MERCATO DELLE CARTOLARIZZAZIONI

A dieci anni dalla crisi del 2008 e dal tracollo a livello mondiale delle operazioni di finanza strutturata, il mercato europeo delle cartolarizzazioni stenta ancora a riprendersi. I livelli di emissione pre-crisi sono ancora ben lontani ed è l'intero sistema finanziario a risentire dell'assenza di uno strumento tanto funzionale al finanziamento dell'economia e all'alleggerimento dei bilanci bancari. A dare nuovo impulso al mercato dovrebbero contribuire i correnti acquisti del *Quantitative Easing* della BCE, la prospettiva di una regolamentazione europea meno stringente e lo sviluppo delle ABS sui *non-performing loans*, anche se la strada da percorrere per ripristinare i volumi di emissione ambiti da operatori, investitori e supervisor risulta ancora molto lunga.

Il presente capitolo intende analizzare gli sviluppi del mercato delle cartolarizzazioni nell'ultimo ventennio, partendo dalla nascita di tale tecnica di finanza strutturata per poi andare ad indagare le cause che ne hanno determinato il crollo e porre le basi per una migliore comprensione delle misure di sostegno al mercato introdotte dalle autorità a riguardo, le quali saranno oggetto dei capitoli successivi.

2.1 Nascita ed evoluzione della securitisation

L'operazione di cartolarizzazione ha origine nei paesi di *common law*, in particolare negli Stati Uniti, nella seconda metà degli anni '70, come risposta all'incapacità del sistema creditizio di soddisfare la crescente domanda di mutui per l'acquisto di un'abitazione. Con l'obiettivo di trovare fonti di finanziamento alternative e aumentare la capacità di concessione del credito, fu la Bank of America, nel 1977, la prima a cartolarizzare attività e ad emettere contestualmente titoli i cui pagamenti dipendessero dai flussi monetari in entrata dei mutui ipotecari sottostanti, le prime *Mortgage Backed Securities* della storia. Tuttavia, a causa dei suoi caratteri inizialmente atipici¹⁰, l'operazione non riscosse grande successo e il *boom* di emissioni e sottoscrizioni di titoli *asset-backed* si ebbe nel

¹⁰ I titoli *asset-backed* erano caratterizzati da una lunga durata e da rimborsi legati ai piani di ammortamento con periodicità mensile dei prestiti sottostanti.

mercato americano solo a partire dagli anni '80, quando le operazioni cominciarono ad essere effettuate anche da privati e si andò ad ampliare la gamma di titoli oggetto di cartolarizzazione: dal credito al consumo ai prestiti industriali e commerciali, al leasing. Il primato degli Stati Uniti è giustificabile dalla maggiore maturità del mercato finanziario americano e da un sistema normativo già in grado di disciplinare un contesto favorevole allo sviluppo della *securitisation*. Tuttora, il mercato statunitense delle cartolarizzazioni risulta il più vasto a livello mondiale, con volumi di emissioni ben superiori a quelli europei, come evidenziato nella successiva Figura 2.4.

Sempre a partire dagli anni '80, la *securitisation* approda anche in Europa, con la prima emissione di MBS avvenuta nel 1987 nel Regno Unito, paese che condivide con gli Stati Uniti la tradizione giuridica di *common law* e che è sempre stato il più attivo nel contesto europeo in operazioni di cartolarizzazione, per quantità e volume delle emissioni, e lo è tuttora (Figura 2.2).

La vera espansione del mercato europeo delle cartolarizzazioni si è registrata soprattutto con il nuovo millennio, in cui si sono percepiti gli effetti della nascita di un mercato unico dei capitali e dell'unione monetaria che hanno moltiplicato gli investimenti transfrontalieri. Altri fattori non trascurabili che hanno contribuito alla crescente popolarità della *securitisation* nei primi anni 2000 sono stati l'implementazione di un quadro normativo completo e puntuale sulle modalità di svolgimento dell'operazione¹¹, la galoppante innovazione tecnologica e finanziaria, la necessità delle banche di superare il rischio di concentrazione degli attivi in un contesto sempre più competitivo, l'internazionalizzazione dei mercati finanziari. Il tutto era sostenuto dalle condizioni di mercato favorevoli degli anni pre-crisi, in cui le aspettative di inflazione, la volatilità e i livelli dei tassi d'interesse si erano mantenuti su valori piuttosto bassi, alimentando una crescente domanda di credito, soprattutto per la concessione di mutui, e la ricerca da parte degli investitori di extra rendimenti rispetto al tasso *risk-free*. Una risposta a tali esigenze è stata fornita dalla finanza cosiddetta innovativa che, in particolare tramite il ricorso alla cartolarizzazione, ha permesso alle banche di incrementare la capacità di concessione di prestiti, andando a soddisfare la domanda in aumento, e ha fornito agli investitori una gamma più ampia di scelta tra i differenti profili di rischio-rendimento offerti da ciascuna emissione di ABS in tranches.

La crescita esponenziale del ricorso alla cartolarizzazione in Europa fino al 2008 è rappresentata dalla Figura 2.1, che riporta il volume di emissioni dal 2000 al terzo trimestre del 2017.

¹¹ Le prime discipline specifiche a riguardo in Europa sono state approvate in Francia (Legge 88-1201 del 1988), Belgio (1990), Spagna (Legge 19/1992) e in Italia (Legge 130/99). Le date si riferiscono alle leggi originali, non alle versioni finali.

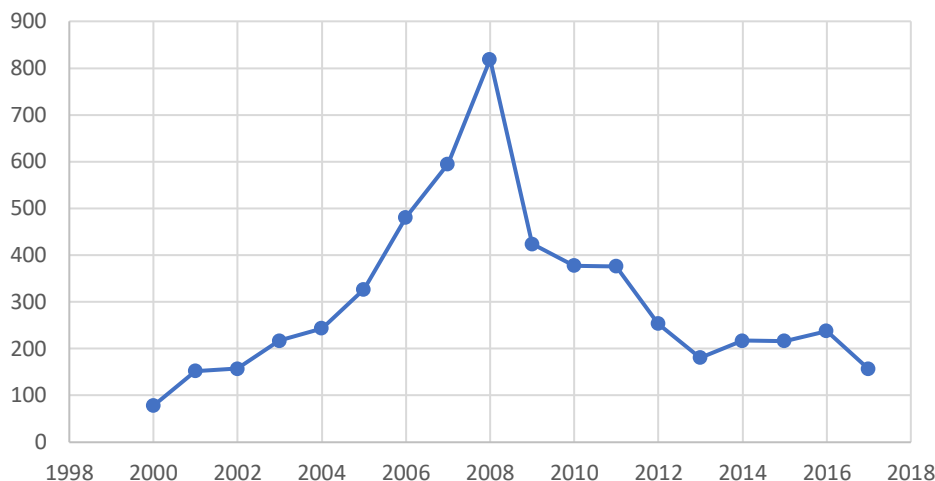


Figura 2.1
 Cartolarizzazioni in Europa
 Volumi di emissioni dal 2000*
 (valori in miliardi di euro)
 Fonte: Elaborazione AIAF su dati
 Securitisation Data report di AFME

*I dati del 2017 non includono le
 emissioni dell'ultimo trimestre Q4

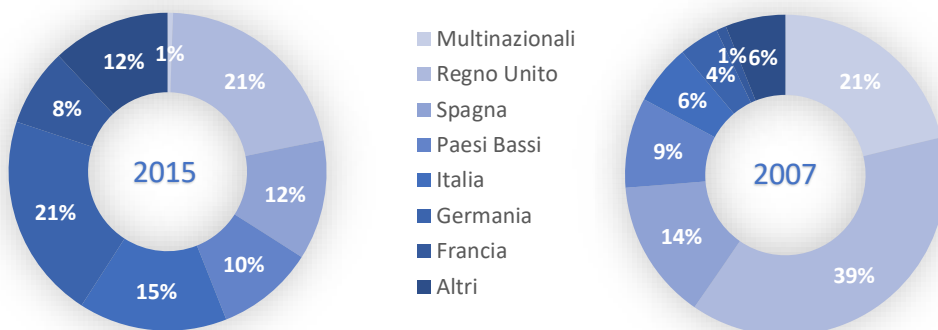


Figura 2.2
 Cartolarizzazioni in
 Europa per paese
 (2007-2015)
 Fonte: Elaborazione su
 dati Securitisation Data
 report di AFME

È evidente constatare come il 2008 sia stato l'anno record di titoli cartolarizzati in Europa, con un picco di emissioni pari a € 818,7 miliardi e una crescita del +947% rispetto a otto anni prima. Tuttavia, nello stesso anno, si instaura una drastica inversione di trend, con un significativo calo delle emissioni nell'anno 2008-2009 del -48% e nel quinquennio 2008-2013 del -78%, proprio in corrispondenza dello scoppio della crisi dei mutui *subprime* che investì gli Stati Uniti nel 2007.

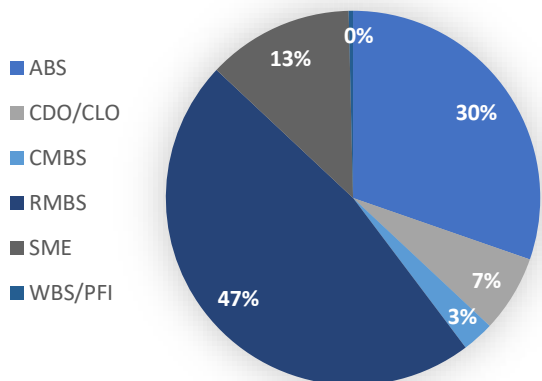


Figura 2.3
 Volumi emessi in Europa
 per tipologia di *collateral* (2015)
 Fonte: Elaborazione su dati Securitisation Data report di AFME

Con riferimento alle tipologie di *collateral* caratteristiche dell'attuale mercato europeo delle cartolarizzazioni, la maggior parte è rappresentata da mutui residenziali (*Residential Mortgage Backed Securities*), che nel 2015 sono stati emessi per un valore complessivo di 101 miliardi di euro, e da *Asset Backed Securities*, emesse nello stesso anno per un totale di 64,8 miliardi di euro.

2.1.1 L'impatto della crisi dei subprime

Come anticipato in precedenza, lo scoppio della crisi finanziaria segna un'inversione di tendenza nel ricorso ad operazioni di cartolarizzazione, che subirono una brusca riduzione sia negli Stati Uniti che in Europa, a partire rispettivamente dagli anni 2007 e 2008. La recessione fu determinata senz'altro da alcune distorsioni caratteristiche del mercato immobiliare statunitense, fra cui l'eccessiva facilità delle banche nell'erogare mutui privi di garanzie¹² sufficienti e la frequente adozione di uno *step-up rate* per i pagamenti dei mutuatari, ovvero di un tasso d'interesse molto basso per i primi due/tre anni di contratto ma destinato ad aumentare vertiginosamente in seguito. A ciò si aggiungeva la prassi prettamente statunitense di concedere l'aumento dell'esposizione debitoria dei mutui in funzione dell'andamento positivo del valore di mercato degli immobili ipotecati e in presenza di un'evoluzione positiva del merito di credito del cliente stesso.

Di conseguenza, sostenuta anche dalla politica espansiva della FED, crebbe notevolmente la richiesta di credito e così la concessione di mutui *subprime*, i cui mutuatari erano soggetti a forte rischio debitorio, non in grado di accedere altrimenti al canale del credito. Quando questi ultimi divennero inadempienti nel pagamento delle rate, i prezzi delle case crollarono e le banche cominciarono ad accusare perdite consistenti a causa del valore inferiore degli immobili pignorati rispetto alle somme date a mutuo.

Tra l'altro, gli stessi mutui erano stati spesso cartolarizzati dalle banche con l'emissione di ABS, oggetto di ulteriori cartolarizzazioni in *Collateralized Debt Obligations*. Considerata la complessità delle strutture che si venivano a formare, generalmente gli acquirenti (per la maggior parte banche) di titoli più volte cartolarizzati non avevano piena consapevolezza della natura delle attività sottostanti, così come le stesse agenzie di *rating*. Molti istituti di credito si ritrovarono in patrimonio un'immensa quantità di titoli tossici (i cosiddetti *junk bonds*) e si videro costretti a congelare fondi, invocare aiuti di Stato oppure, nel peggiore dei casi, dichiarare bancarotta¹³, con gravi ripercussioni sull'intero sistema finanziario globale, considerato il diffuso collocamento di titoli tossici anche oltre i confini degli USA.

Numerosi osservatori sostengono che proprio il crescente ed eccessivo ricorso alla cartolarizzazione sia da annoverare fra le cause scatenanti della crisi finanziaria, sia per aver contribuito ad alimentare la bolla del mercato immobiliare, sia per aver spinto le banche a sostenere una quantità di impieghi

¹² Ad esempio: garanzie reali, anticipazione di contanti, garanzie in termini di *loan to value* o di reddito

¹³ Il fallimento della Lehman Brothers, nel settembre 2008, rimane probabilmente il più emblematico.

finanziari superiore rispetto a quanto prudenzialmente opportuno in relazione al loro livello di capitalizzazione, con crescenti rischi in termini di leva finanziaria.

Inoltre, essi argomentano che l'abbondanza di liquidità disponibile, generata artificialmente tramite cartolarizzazioni, abbia indotto gli stessi istituti di credito ad assumere rischi eccessivi, senza curarsi delle indispensabili garanzie e sviluppando portafogli di crediti che superassero di gran lunga i limiti coerenti con le risorse raccolte, ad esempio, tramite depositi.

Ancora, vengono criticati gli effetti perversi dovuti alle asimmetrie informative e all'insufficiente trasparenza propria di tale strumento e la presenza di conflitti d'interesse in capo sia alle agenzie di *rating* che alle banche *originator*, le prime colpevoli di non aver fornito giudizi corretti e affidabili, le seconde di aver sottoscritto, non di rado, esse stesse i propri titoli cartolarizzati.

Infine, viene riconosciuta l'inadeguatezza del sistema di vigilanza nel non esser riuscito a monitorare sufficientemente l'eccessiva diffusione delle cartolarizzazioni e a prevenire i rischi connessi ad uno strumento capace di minare la stabilità dell'intero sistema finanziario.

Tali considerazioni alimentarono l'urgenza di una regolamentazione più stringente sulle modalità di svolgimento dell'operazione che, insieme alla contrazione del numero di investitori e alla riduzione della massa di mutui erogati, provocò una riduzione consistente delle emissioni sia nel mercato statunitense, in cui si registrò un calo del -55% fra 2007 e 2008, sia in quello europeo, i cui volumi tornarono in pochi anni ai livelli del 2003/2004. In Figura 2.4 è messo a confronto l'andamento dei volumi di emissioni in Europa e Stati Uniti dal 2000 al primo trimestre 2016.

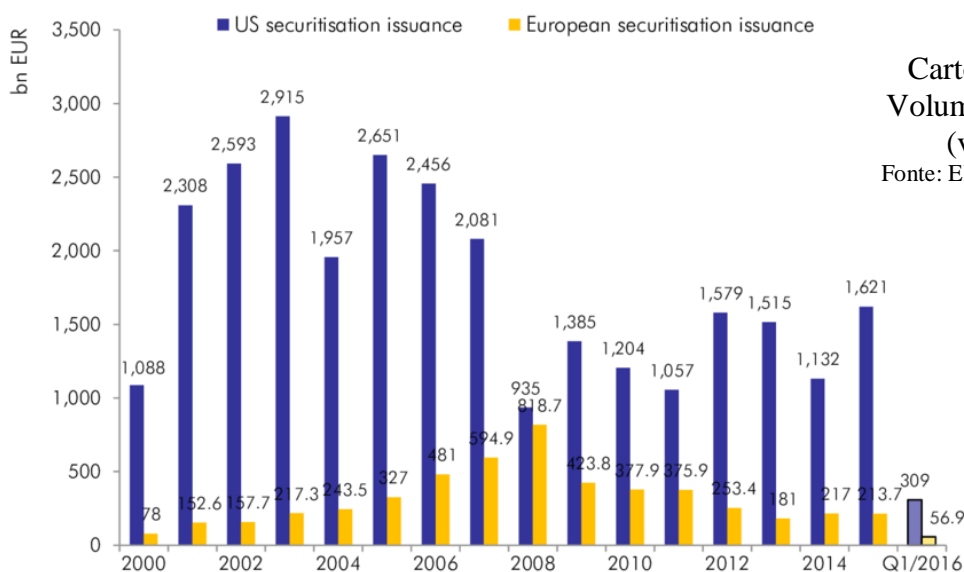


Figura 2.4
 Cartolarizzazioni in EU e US
 Volumi di emissioni dal 2000*
 (valori in miliardi di euro)
 Fonte: Elaborazione su dati Securitisation
 Data report di AFME

*I dati del 2016 si limitano al solo primo trimestre Q1

Se allo scoppio della crisi le emissioni in Europa si mantennero sostanzialmente su livelli elevati, fu quasi prevalentemente a causa dell'ideoneità delle ABS a formare garanzie per le operazioni di rifinanziamento attivate dagli istituti di credito nei confronti della Banca Centrale. La quasi totalità delle emissioni, infatti, era rappresentata da auto-cartolarizzazioni, con le banche *originator* che investivano negli stessi titoli da loro cartolarizzati, impiegandoli poi come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento previste dall'Eurosistema.

A tal proposito, si evidenzia il ruolo fondamentale della *securitisation*, anche e soprattutto nel bel mezzo di una crisi del sistema finanziario, come strumento funzionale alla gestione del rischio di liquidità, attraverso la trasformazione in titoli negoziabili di *assets* illiquidi, altrimenti non impiegabili in operazioni di rifinanziamento con la BCE. Tale canale ha contribuito, infatti, ad iniettare nel sistema la liquidità che i mercati non erano più in grado di erogare, se non a condizioni particolarmente svantaggiose.

Sebbene dunque la cartolarizzazione sia stata da molti demonizzata come una delle cause della diffusione di titoli tossici nei mercati finanziari a causa della scarsa trasparenza e complessità delle operazioni messe in atto, essa può rappresentare comunque un mezzo utile alle banche per il superamento di crisi di liquidità, come sottolineato dallo stesso Mario Draghi, in occasione di un intervento del febbraio 2009 in qualità di Governatore della Banca d'Italia: *“occorre ricreare le condizioni per lo sviluppo. Si potrebbe considerare, analogamente a quanto in alcuni paesi si prevede per i titoli “tossici” esistenti, l'emissione di garanzie pubbliche sulle senior tranches di insiemi di nuovi crediti: trattenuta sui propri bilanci una parte del rischio, le banche potrebbero più agevolmente collocarli sul mercato, ridando vita a un importante canale di rifinanziamento oggi inaridito”*.

2.1.2 L'attuale mercato europeo

Tuttora, il mercato europeo delle cartolarizzazioni rimane comunque lontano dai livelli di emissione pre-crisi: la domanda è sicuramente in ripresa ma l'offerta ancora scarseggia. Nel primo semestre del 2017 i collocamenti pubblici di ABS hanno superato di poco quota 50 miliardi di euro, contro gli oltre 300 miliardi dello stesso periodo nel 2007. Anche nel 2016 le emissioni complessive di 100 miliardi sono state ben al di sotto degli oltre 400 miliardi del 2006¹⁴.

Tale stasi di mercato è stata ricondotta da EBA, BCE e BRI a diverse cause quali:

¹⁴ Fonte: Securitisation.it

- la perdita di fiducia da parte degli investitori nel *rating* “AAA” a seguito del *default* di circa il 16% delle ABS così giudicate, contro quello che avrebbe dovuto essere lo 0,1% di probabilità di insolvenza implicito in tale giudizio;
- l’opacità delle cartolarizzazioni di cartolarizzazioni e CDO sintetici;
- la scarsa liquidità;
- la perdita di fiducia nella capacità dell’investitore di stimare il rischio nel portafoglio di *asset* cartolarizzati senza *track record*;
- la possibilità delle banche, per ridurre i costi di raccolta, di indebitarsi a modesti tassi di interesse senza dover incorrere negli alti costi di costruzione di un’operazione di cartolarizzazione.

Inoltre, l’obiettivo in ambito europeo è quello di alleggerire le stringenti norme sulla *securitisation* e creare un nuovo mercato delle cartolarizzazioni STS (semplici, trasparenti e standardizzate) con requisiti di capitale prudenziale ridotti per le banche *originator*, attualmente obbligate a trattenere una certa quota delle ABS da loro emesse.

I criteri di definizione di una STS sono stati stabiliti da una *task force* internazionale, con rappresentanti del Comitato di Basilea e dell’Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (Iosco), e fanno riferimento a tre principali requisiti:

- la semplicità, corrispondente all’omogeneità degli attivi cartolarizzati e ad una struttura dell’operazione non particolarmente complessa;
- la trasparenza, data da informazioni sufficienti fornite dall’emittente in relazione ai crediti ceduti, alla struttura dell’emissione e alle controparti coinvolte;
- la comparabilità, ovvero la possibilità per il singolo investitore di comprendere, valutare e confrontare diverse operazioni di *securitisation* senza il supporto di alcun soggetto terzo.

Allo scopo di incentivare lo sviluppo del suddetto mercato delle cartolarizzazioni STS, è stata prevista dal legislatore una riduzione dei requisiti patrimoniali per questa tipologia di operazioni, con il fattore minimo di ponderazione, applicabile alla tranche *senior*, ridotto dal 15 al 10% in considerazione del minor rischio complessivo sopportato sulla medesima tranche rispetto alle altre, come dimostrato anche dall’analisi condotta dall’EBA sui dati storici delle *performance*.

Sono state escluse dalla qualifica di STS le cartolarizzazioni sintetiche legate a esposizioni verso piccole e medie imprese, il cui rischio di perdita viene spesso alleggerito ricorrendo a garanzie rilasciate da terzi soggetti, come i confidi o i fondi pubblici di garanzia. Tuttavia, su proposta della

delegazione italiana e in coerenza con l'obiettivo di generare a livello europeo flussi di finanziamenti per sostenere la crescita, è stata inserita una disposizione specifica per favorire questo tipo di cartolarizzazioni per PMI riguardante il trattamento della tranche *senior*, stabilito equivalente a quello previsto per cartolarizzazioni STS nel caso in cui il rischio di credito delle tranche *mezzanine* e *junior* sia garantito o controgarantito da un numero limitato di soggetti terzi. Questi ultimi possono coincidere con il governo, la banca centrale o gli investitori istituzionali a patto che la garanzia o controgaranzia da essi accordata sia garantita a sua volta e per intero da depositi in contante. Le garanzie rilasciate dai confidi italiani dovranno essere controgarantite in ultima istanza dallo Stato, alla stregua delle garanzie del Fondo centrale di garanzia per le PMI.

2.2 Il mercato delle cartolarizzazioni in Italia

In Italia, lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni si è avuto in ritardo rispetto al resto d'Europa, soltanto in seguito all'introduzione di una normativa specifica in materia, la Legge n. 130 del 30 aprile 1999. Prima di allora, le operazioni di cartolarizzazione erano piuttosto rare dal momento che il legislatore italiano vincolava l'importo dei titoli emessi da parte di società (dunque comprese le ABS emesse dalle SPV) all'ammontare del capitale sociale dell'emittente stesso, costringendo effettivamente gli operatori alla costituzione di due società veicolo: l'una che agisse in veste di *factor* acquistando i crediti dal cedente e l'altra costituita all'estero come società *offshore* che emettesse le ABS, rifinanziando la prima. Non è un caso che si stimi come le cartolarizzazioni operate da residenti in Italia prima del 1999 siano poco più di 20, contro le 340 realizzate fra 1999 e 2008 per un ammontare complessivo sopra i 365 miliardi di euro.

Difatti, con l'approvazione della Legge 130/99 il volume di emissioni crebbe fortemente, registrando un complessivo +298% nel triennio 1999-2001, con la maggior crescita segnata tra 2000 e 2001 (+181%), e conducendo il mercato italiano delle cartolarizzazioni ad essere il secondo in Europa per importi emessi nel 2001, subito dopo quello britannico. Tale crescita fu certamente incoraggiata dall'aumento dei volumi degli impieghi (prevalentemente mutui, leasing e credito al consumo) e dunque dalla crescente esigenza di *funding* alternativo da parte delle istituzioni finanziarie italiane senza dover ricorrere a complesse strutture che facessero riferimento a giurisdizioni diverse. In linea con le dinamiche europee del settore, l'aumento tendenziale del volume delle emissioni di ABS si mantenne sostenuto fino al 2008, anno in cui si registrò il picco pari a circa 104 miliardi di euro di

emissioni (+208% rispetto all'anno precedente), in larga parte rappresentate dalle auto-cartolarizzazioni a scopo di rifinanziamento presso la BCE precedentemente citate.

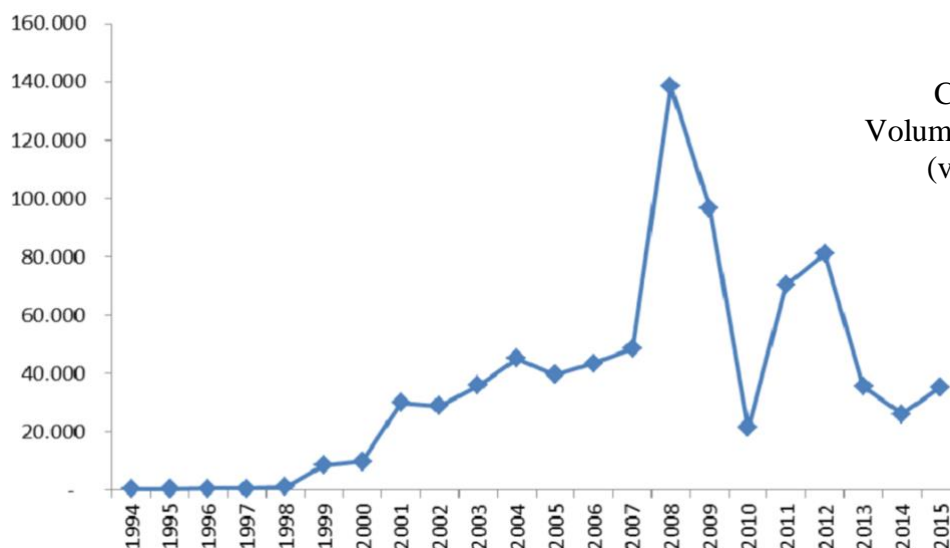


Figura 2.5
 Cartolarizzazioni in Italia
 Volumi di emissioni* dal 1994
 (valori in milioni di USD)
 Fonte: Sifma

*covered bond non inclusi

Di qui, la drastica inversione di tendenza causata dalle grosse turbolenze sui mercati finanziari. Infatti, sebbene l'Italia non fosse implicata in prima persona nel fenomeno dei mutui *subprime*, se non estranea del tutto, risentì della congiuntura negativa internazionale a livello finanziario. Anche negli anni successivi, in un periodo di sostanziale paralisi dei mercati, si è protratta la pratica delle auto-cartolarizzazioni, fra cui è possibile citare, per rilevanza, la cartolarizzazione di un pacchetto di oltre 193 mila mutui nel 2009 da parte di Intesa Sanpaolo mediante l'emissione di titoli per un valore di € 13 miliardi o la cartolarizzazione della Banca Popolare dell'Emilia Romagna di un portafoglio di mutui fondiari residenziali in *bonis* di € 1,9 miliardi.

Attualmente, secondo quanto riportato da Securitisation.it, in Italia si sono registrate 21 miliardi di emissioni di cartolarizzazioni nella prima metà del 2017, contro il picco dei 104 miliardi di euro del 2008 e dei 126 miliardi (comprensivi anche delle emissioni di *covered bond*) del 2012.

In riferimento alle varie *asset class* caratteristiche del mercato italiano delle cartolarizzazioni, è evidente come il comparto di *collateral* maggiormente interessato sia quello dei mutui (RMBS e CMBS), grazie al buon grado di standardizzazione raggiunto e all'elevata confidenza detenuta dagli *originator* nei confronti del mercato.

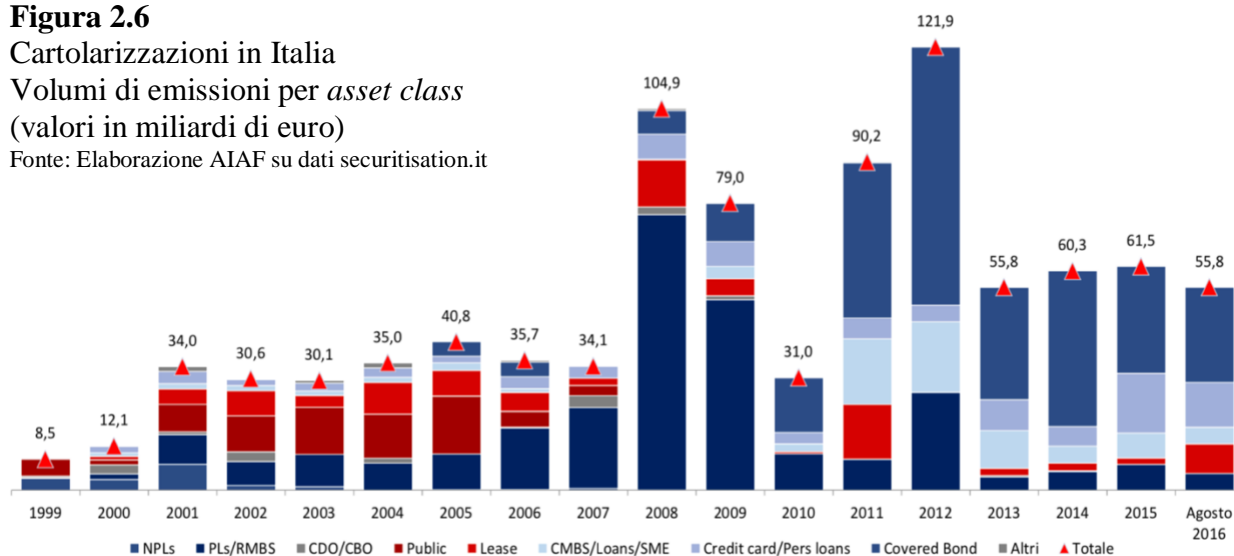
Altra tipologia di attività che ha contribuito non poco allo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni in Italia è rappresentata dal leasing, seppur divenuto minor oggetto di *securitisation* dal 2011 in poi, anche se si è intravista una moderata ripresa delle relative operazioni soprattutto a partire dal 2014.

Una delle più recenti risale al gennaio 2016 quando Monte dei Paschi di Siena ha cartolarizzato € 1,6 miliardi di crediti di *leasing performing* verso PMI italiane.

Le emissioni di CDO e CBO non hanno mai registrato volumi significativi nel mercato italiano, tanto da rivestire un ruolo marginale. In seguito alla crisi del 2008 si azzerano anche le poche operazioni condotte su di esse, probabilmente in virtù della comune convinzione che le indicava tra le cause principali della crisi.

Hanno invece rivestito una crescente importanza, soprattutto nel corso degli ultimi anni, i *covered bond*¹⁵, che garantiscono un livello di raccolta a medio-lungo termine a tassi convenienti e hanno permesso l'accesso a un nuovo segmento di investitori, anche se tecnicamente le operazioni costruite su di essi non possono essere definite come cartolarizzazioni vere e proprie¹⁶. La prima emissione di *covered bond* risale al 2005 ad opera di Cassa Depositi e Prestiti, ma emissioni consistenti hanno avuto luogo soltanto a partire dal 2008, quando è stata introdotta nell'ordinamento italiano una disciplina specifica in merito.

Figura 2.6
 Cartolarizzazioni in Italia
 Volumi di emissioni per *asset class*
 (valori in miliardi di euro)
 Fonte: Elaborazione AIAF su dati securitisation.it



Dalla Figura 2.6, raffigurante l'evoluzione dei volumi di emissioni in Italia per classi di attivo, emerge quando detto finora, rilevando anche il considerevole peso assunto tra 2006 e 2009 dalle emissioni aventi come sottostante prestiti personali (PLs) e mutui residenziali (RMBS), l'importanza dei crediti vantati da enti pubblici (Public) nella prima parte del periodo considerato (tra 1999 e 2007) e la

¹⁵ I *covered bond* (o obbligazioni garantite) sono obbligazioni bancarie garantite dai flussi generati da un determinato *pool* di *assets*. Il profilo di rischio è basso e sono caratterizzati da un elevato livello di liquidità. A differenza delle normali cartolarizzazioni, i *covered bond* garantiscono la restituzione di capitale ed interessi grazie al vincolo di una fetta dell'attivo patrimoniale della banca destinato esclusivamente alla remunerazione ed al rimborso del bond. (AIAF, 2017)

¹⁶ Per tale ragione, talvolta anche nella corrente trattazione, il valore delle emissioni di *covered bond* non è incluso nei volumi delle emissioni aggregate del mercato italiano.

consistenza delle emissioni di *covered bond* degli ultimi anni. Tuttavia, nella prima metà del 2017 ne sono stati immessi sul mercato solamente 11,7 miliardi, contro i 43 complessivi del 2016 e i 70 record del 2012.

Le *Residential Mortgage Backed Securities* italiane strutturate tra gennaio e luglio 2017 non hanno raggiunto per poco quota 2 miliardi, cifra irrisoria se paragonata ai 75 miliardi di euro di RMBS emessi nel 2008, a dimostrazione di come l'impatto della crisi protrattasi a lungo nell'economia italiana sia stato tanto devastante da condizionare un mercato che ancora stenta a riprendersi.

Per quanto riguarda le emissioni aventi come sottostante crediti deteriorati (NPL), esse risultano inizialmente limitate agli anni immediatamente successivi l'introduzione della Legge 130/99, che ha incentivato il ricorso alla cessione di portafogli di crediti in sofferenza concedendo di imputare sul conto economico in quote costanti, nell'esercizio in cui si sono registrati e nei quattro successivi, gli effetti negativi derivanti dalla cessione dei portafogli, ovvero il differenziale fra il prezzo di cessione e il valore di iscrizione a bilancio. A seguito del venir meno di tale agevolazione, già a partire dal 2004 le cartolarizzazioni di NPL effettuate in Italia sono divenute irrisorie in quanto a volumi di titoli emessi, per poi tornare in voga nel corso degli ultimi anni, di fronte alla crescente esigenza di porre un freno all'accumulo vizioso di crediti in sofferenza nei bilanci degli istituti di credito italiani.

CAPITOLO TERZO

LA QUESTIONE DELLO SMALTIMENTO DEGLI NPL

3.1 Non Performing Loans

Prima di procedere ad una trattazione più specifica sul ruolo dei *non performing loans* nel corrente mercato italiano delle cartolarizzazioni e sugli sviluppi recenti in materia dettati dalla necessità delle banche di ridurre la consistenza di tali crediti deteriorati nei propri bilanci, è opportuno anzitutto soffermarsi sul concetto di NPL e contestualizzare uno dei temi caratteristici dell'attuale sistema bancario italiano.

Si tratta di crediti non performanti (mutui, finanziamenti, prestiti), ovvero attività il cui rimborso di capitale e pagamento di interessi risultano incerti sia in merito alla scadenza che all'ammontare dell'esposizione di capitale. Esistono diverse tipologie di crediti deteriorati tra cui le principali risultano le sofferenze e gli incagli.

Le prime sono definite dalla Banca d'Italia come crediti dalla riscossione incerta a causa dell'appurato stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) dei soggetti debitori. In tale circostanza, gli intermediari creditizi saranno portati ad accantonare riserve apposite, proporzionali alle somme date a prestito ed al livello di rischio di credito percepito.

Gli incagli rappresentano invece esposizioni nei confronti di debitori in situazioni di rischio d'insolvenza, ma temporanee. Per questo, trattandosi di crediti ritenuti recuperabili in un determinato lasso di tempo, richiedono al creditore accantonamenti inferiori per ovviare ad un rischio di credito altrettanto inferiore.

Un'altra categoria di *non performing loans* è rappresentata dalle esposizioni ristrutturate, che consistono in attività per le quali la banca subisce delle perdite a causa della modifica delle condizioni contrattuali o della ristrutturazione del debito che si trova forzata ad effettuare per il peggioramento della situazione finanziaria del debitore.

Vi sono poi le esposizioni scadute e/o sconfinanti, le attività che non rientrano nelle categorie precedenti e che risultano non onorate da oltre 180 giorni. Per alcuni crediti di questo genere la normativa di vigilanza fissa il termine massimo in soli 90 giorni.

Ad assicurare una determinazione puntuale della posizione globale di rischio di ogni debitore, la Banca d'Italia ha creato la Centrale dei rischi, che sorveglia il rischio a livello sistemico attraverso

l'archiviazione di tutte le posizioni debitorie di ogni soggetto nei confronti degli intermediari finanziari, permettendo a questi ultimi di verificare così la solvibilità dei clienti al momento della concessione del credito e agli uffici di vigilanza della Banca d'Italia di monitorare efficacemente la stabilità del sistema creditizio.

Come accennato precedentemente, i crediti deteriorati hanno rappresentato oggetto di cartolarizzazione soprattutto nel periodo successivo all'introduzione della Legge 130/99: le prime cartolarizzazioni di NPL realizzate nel 1999 e 2000 ammontano a un valore di titoli emessi di circa € 13 miliardi e tra queste spiccano le *securitisation* effettuate dal Gruppo Banca di Roma nel 1999, 2000 e 2001 e l'operazione di Italfondario di € 1,3 miliardi di titoli. Tuttavia, già a partire dagli anni successivi, le operazioni su *non performing loans* assumono un ruolo sempre più marginale rispetto alle altre *asset class* (soprattutto a seguito della chiusura del periodo che permetteva agli *originators* di ammortizzare su 5 anni gli effetti a conto economico delle differenze tra prezzo di cessione di crediti in sofferenza e valore di bilancio), fino a trovare nuovo impulso negli ultimi anni, come strumenti che permettono di trasferire agevolmente portafogli di crediti.

Infatti, a seguito della crisi finanziaria e della conseguente doppia recessione che ha investito l'economia italiana nel 2008 e 2014 (Figura 3.1 - Pannello A), le banche hanno visto deteriorarsi una notevole quantità di attività iscritte nei propri bilanci (Figura 3.1 – Pannello B). Se il sistema bancario italiano ha subito un minor contraccolpo diretto dalla recessione del 2008-2009, a causa della scarsa esposizione degli intermediari italiani ai prodotti tossici di finanza strutturata, con l'ulteriore recessione della seconda metà del 2011, in corrispondenza dello scoppio della crisi dei debiti sovrani, le banche hanno registrato un nuovo aumento del tasso di formazione dei crediti deteriorati (Figura 3.1 - Pannello A) dovuto alla sempre peggiore situazione economica e finanziaria della loro clientela, già incrinatasi dal 2008. Per molti soggetti risultava sempre più difficile ripagare il debito tanto che a dicembre 2015 gli NPL, al lordo delle corrispondenti rettifiche di valore (vedi par. 3.3.1), ammontavano a circa 360 miliardi, il 18,1% del totale dei crediti verso la clientela, mentre le sofferenze toccavano quota 210 miliardi, il 10,6% dei crediti complessivi. Al termine di giugno 2017 erano ancora presenti nei bilanci delle banche italiane circa 320 miliardi lordi, di cui circa 200 sofferenze¹⁷.

¹⁷ Fonte: Bankitalia, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza N. 3 – Aprile 2016

Figura 3.1 – Pannello A

Indicatori di rischiosità del credito e crescita del PIL
(valori trimestrali; valori percentuali; tassi di crescita)
Fonte: Bankitalia

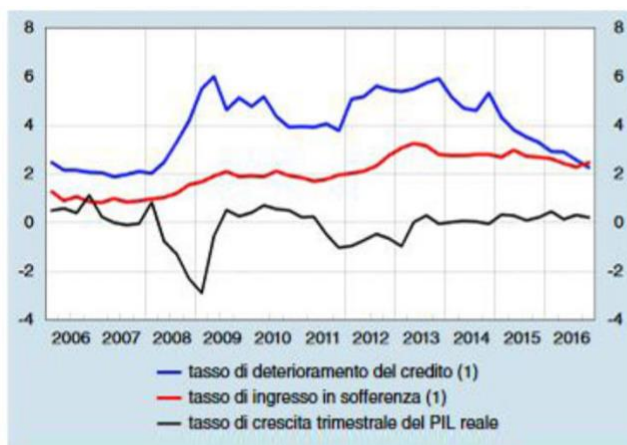
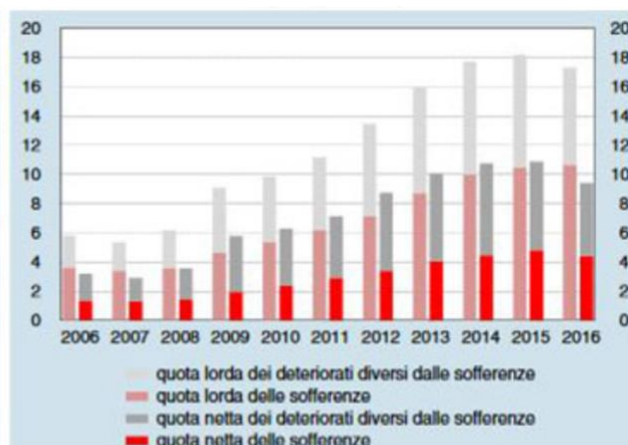


Figura 3.1 – Pannello B

Quota dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti
(valori percentuali)
Fonte: Bankitalia



(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto dei crediti deteriorati rettificati e delle sofferenze rettificate alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente.

3.2 Le strategie europee d'intervento per la riduzione dell'NPE ratio

È ampiamente riconosciuto come livelli elevati di crediti deteriorati impattino negativamente sul credito bancario dell'economia¹⁸ a causa dei vincoli di bilancio, di redditività e di capitale che essi impongono. Difatti, gli istituti di credito con grandi quantitativi di NPL in portafoglio devono far fronte al “costo finanziario” che generano le rettifiche di valore eseguite sui crediti in deterioramento e al “costo operativo” derivante dal recupero e dalla gestione amministrativa e legale di tali esposizioni. A ciò si sommano le conseguenze dal punto di vista patrimoniale come l'onere per le banche di accantonare quote di capitale a copertura del rischio di credito a cui sono esposte, il che comporta una contrazione nell'erogazione di nuovo credito all'economia e un aumento del costo della raccolta.

Per tali ragioni l'autorità di vigilanza europea ha promosso e incoraggiato diverse strategie d'intervento che le banche dovrebbero attuare per ridurre l'incidenza degli NPL nei loro bilanci, rappresentata, soprattutto a livello europeo, attraverso l'indice dell'NPE ratio, ovvero il rapporto tra crediti deteriorati (*Non Performing Exposures*) e il totale dei crediti erogati, dove per crediti deteriorati si intende la totalità dei crediti malati: sofferenze, inadempienze probabili (*unlikely to pay*) e scaduti (*past due*). In particolare, secondo il paragrafo 145 dell'allegato V delle Norme tecniche di

¹⁸ Cfr. studi della BCE e di altri organismi internazionali come ad esempio il documento di discussione del Fondo monetario internazionale (FMI) dal titolo “*Strategy for Resolving Europe's Problem Loans*”.

attuazione dell'ABE sulle segnalazioni di vigilanza, “sono considerate esposizioni deteriorate (*non-performing exposures*) quelle che soddisfano uno dei seguenti criteri o entrambi:

- *esposizioni rilevanti scadute da oltre 90 giorni;*
- *è considerato improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l'escussione delle garanzie, indipendentemente dall'esistenza di importi scaduti o dal numero di giorni di arretrato”.*

Le strategie da attuare, naturalmente, possono variare in base alle esigenze e capacità dei singoli istituti di credito e possono includere, ad esempio, il *work out* aziendale, l'*outsourcing* presso gestori specializzati, la cessione di crediti in sofferenza e la cartolarizzazione, leva che rimane dunque fondamentale ma tuttora non sufficientemente sfruttata.

Formalmente, l'impianto base per elaborare e attuare una strategia per i crediti deteriorati indicato dalla Banca Centrale Europea e dall'*European Banking Authority* risulta così strutturato:

- Valutazione del contesto operativo: è fondamentale per l'elaborazione di una strategia sugli NPL ambiziosa e realistica e considera: la capacità interna di ottimizzare la gestione dei crediti in sofferenza e di auto-valutare in modo esaustivo la gravità della situazione e le misure da intraprendere per eventualmente porvi rimedio, così conseguendo una riduzione delle NPE e delle garanzie escusse; le condizioni esterne che abbiano un impatto sul recupero degli NPL, in base alle quali aggiornare le proprie strategie, e che comprendono ad esempio le condizioni macroeconomiche, le aspettative di mercato, la domanda di NPL da parte degli investitori, il grado di maturità del *servicer*, il quadro normativo, regolamentare e giudiziario; le implicazioni patrimoniali della strategia, ovvero le misure (livelli di capitale e relative proiezioni) a disposizione delle banche per la riduzione degli NPL, possibilmente da considerare congiuntamente al quadro di riferimento per la determinazione della propensione al rischio (*risk appetite framework*, RAF) e al processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (*internal capital adequacy assessment process*, ICAAP).
- Elaborazione della strategia per gli NPL: occorre fissare degli obiettivi quantitativi da conseguire entro un limite di tempo, accompagnati da un relativo piano operativo completo, dopo un'accurata analisi delle opzioni disponibili per l'attuazione della strategia e del loro impatto finanziario. Alcuni esempi di opzioni sul piano attuativo sono: una strategia basata sul mantenimento delle posizioni in bilancio o su misure di concessione, il cambiamento di tipologia di esposizione (escussione delle garanzie, conversione del debito in azioni o attività, sostituzione delle garanzie), opzioni di tipo legale (procedure di insolvenza o composizione

extragiudiziale), la riduzione attiva dei portafogli con esposizioni deteriorate ritenute irre recuperabili realizzata attraverso la loro cessione, cancellazione o cartolarizzazione.

Sarebbe opportuno che le banche si servissero anche di più opzioni a seconda delle singole circostanze e dei rispettivi obiettivi di breve, medio e lungo termine, e che rivedessero le strategie attuate per la riduzione degli NPL almeno con frequenza annuale. Prima di fissare gli obiettivi quantitativi a breve-medio termine, esse devono pervenire a una visione ben definita dei livelli ragionevoli di crediti deteriorati da mantenere in portafoglio nel lungo periodo, con i *benchmark* internazionali oppure storici come riferimento (soprattutto per gli istituti che operino in condizioni macroeconomiche tese).

Gli obiettivi fissati e le opzioni strategiche conseguentemente scelte devono essere accompagnati da un piano operativo, approvato dall'organo di amministrazione, che definisca le modalità concrete di attuazione delle strategie su un orizzonte temporale di 1-3 anni (a seconda del tipo di misure operative richieste) con precise scadenze.

- Attuazione del piano operativo: dovrebbe poggiare su politiche e procedure adeguate, su una chiara attribuzione delle competenze e strutture di *governance* idonee. Qualsiasi deviazione da esso deve essere comunicata tempestivamente all'organo di amministrazione insieme ai corrispondenti interventi correttivi di rientro.
- Integrazione della strategia per gli NPL nei processi gestionali della banca (strategico, tattico, operativo), con regolare riesame e monitoraggio da parte delle funzioni di controllo dei rischi.

Per quanto riguarda la cartolarizzazione degli NPL o il loro trasferimento secondo altre modalità che non prevedano la suddivisione dell'emissione in tranche, la Vigilanza bancaria della BCE ha indicato gli elementi indispensabili che le banche non devono trascurare nell'operazione:

- una stima realistica dei *cash flows* impiegati per rimborsare le passività risultanti dalla *securitisation*, in genere irregolari nel caso degli NPL;
- la valutazione delle garanzie a copertura degli NPL;
- i costi di strutturazione connessi all'operazione;
- i relativi requisiti regolamentari.

Inoltre, viene previsto che all'interno di un'operazione di cartolarizzazione si mantenga un interesse economico non inferiore al 5%, mentre il fattore di ponderazione del rischio delle tranche *junior* sia

almeno dell'1,250%. La cartolarizzazione si deve riflettere altresì nell'ICAAP¹⁹ e nell'ILAAP²⁰ dell'ente che dovrà considerare i rischi operativi, legali e di altra natura che potrebbero aumentare con l'operazione.

3.3 Le operazioni di cartolarizzazione su NPL

La realizzazione di una cartolarizzazione di crediti in contenzioso presenta delle proprie specificità rispetto al caso tradizionale di attività dal piano di ammortamento certo e definito, innanzitutto per la prevedibilità degli stessi flussi di cassa generati. Fatti salvi, infatti, eventi di ritardo, contenzioso o prepagamento (che tuttavia rimangono stimabili con una certa precisione statistica), i pagamenti di interessi e capitale dei crediti sottostanti standard sono relativamente prevedibili, consentendo di stimare con altrettanta precisione importi e tempi di rimborso delle *Asset Backed Securities* emesse. Al contrario, l'operazione di cartolarizzazione su crediti *non performing* risulta incerta sia nel *timing* che nell'ammontare del recupero del credito e perciò si rivela estremamente incerta la definizione di un piano di incassi. Tra l'altro, ad accrescere il livello di incertezza possono intervenire ulteriori fattori esogeni, come ad esempio le capacità del *servicer* o le variabili tempistiche di un'esecuzione immobiliare, che altro rappresentano se non un costo all'interno dell'operazione di cartolarizzazione.

Per un investitore in titoli garantiti da NPL risulta fondamentale la credibilità dei piani di rientro suggeriti dalle banche cedenti, nonché responsabili spesso del recupero dei crediti deteriorati cartolarizzati, data ad esempio dalla remunerazione dell'attività di *servicing* tramite un sistema di incentivi dipendenti dalla tempistica e dall'effettivo ammontare degli importi recuperati a fronte del piano originariamente proposto.

La cartolarizzazione degli NPL non può comunque prescindere dal mantenimento di una linea di liquidità che garantisca la regolare remunerazione e rimborso dei titoli emessi dalla SPV, considerato l'elevato grado di incertezza insito nella tempistica e nei volumi del recupero, caratteristico di tali operazioni.

¹⁹ L'*Internal Capital Adequacy Assessment Process* rappresenta il processo interno che consente all'istituto finanziario di valutare in autonomia la propria adeguatezza patrimoniale in base ai modelli imprenditoriali e alla gestione del rischio complessivo.

²⁰ L'*Internal Liquidity Adequacy Assessment Process* rappresenta il processo interno di valutazione dell'adeguatezza della liquidità, nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale dello SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*).

Le operazioni su crediti deteriorati sono tornate d'interesse prevalentemente per banche ed intermediari finanziari, data la crescente esigenza di dismissione di tali attività, nel corso degli ultimi anni: nel triennio 2013-2015 sono state realizzate 120 operazioni di cartolarizzazione di NPL (Figura 3.2), nel 2016 e nella prima metà del 2017 sono stati cartolarizzati poco meno di 3 miliardi lordi di crediti in sofferenza²¹ e un elevato interesse si è registrato anche per operazioni condotte sul mercato secondario, ovvero cessioni di crediti precedentemente cartolarizzati. Tuttavia, l'intero sistema finanziario italiano avrebbe ancora tanto di cui beneficiare da un maggiore sviluppo del mercato sia primario che secondario degli NPL.

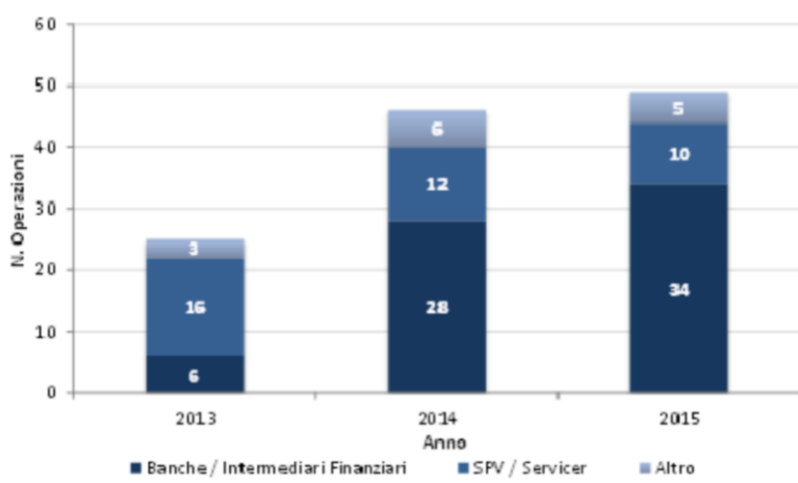


Figura 3.2
 Numero di operazioni di cartolarizzazione di NPL
 Fonte: Elaborazione AIAF

I principali fattori di ostacolo in tal senso sono legati principalmente al divario tra il valore d'iscrizione a bilancio dei crediti deteriorati e i loro prezzi di offerta sul mercato, sul quale incidono pesantemente anche i lunghi tempi di recupero italiani (più che doppi rispetto alla media europea) e la qualità delle informazioni sugli NPL disponibili per gli investitori, che non godono di informazioni sufficientemente certe in merito alle caratteristiche e ai vincoli legali presenti sulle garanzie, all'attività di *servicing*, alle serie storiche, ai dati sui tempi di recupero e allo stato delle varie procedure.

3.3.1 La valutazione degli NPL e le criticità nella loro dismissione

L'elevato gap di prezzo *bid-ask* è in larga parte riconducibile ai diversi criteri di valutazione impiegati a fini contabili rispetto a quelli utilizzati dagli investitori per la determinazione dei prezzi di acquisto. Innanzitutto, questi ultimi richiedono un tasso d'interesse maggiore per scontare i *cash flows* attesi

²¹ Fonte: Pilati A., *Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità*, Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, 2017

degli NPL rispetto alle banche che invece, come previsto dai principi contabili IAS/IFRS, adottano l'inferiore tasso d'interesse effettivo originario su tali attivi²². Ciò si traduce naturalmente in un prezzo domandato minore rispetto a quello offerto.

Per valutare un credito deteriorato al netto delle rettifiche di valore (*net book value*, NBV) gli istituti di credito ricorrono alla seguente somma scontata al tasso d'interesse effettivo originario (i) del credito stesso:

$$NBV = \sum_{t'=1}^{n'} \frac{f'_{t'}}{(1+i)^{t'}}$$

dove f' denota i flussi di cassa attesi rettificati al ribasso, considerata la probabilità di insolvenza del debitore e l'ammontare effettivamente recuperabile (a seconda anche delle garanzie presenti), mentre n' rappresenta il nuovo tempo di incasso rivalutato al rialzo, tenuto conto del periodo necessario per il recupero delle sofferenze e anche della durata prevista delle procedure esecutive per il realizzo delle garanzie.

Il valore complessivo delle rettifiche di valore operate dalla banca in corrispondenza di difficoltà nel recupero dei crediti è dato dalla differenza tra il *gross book value* (GBV), ottenuto tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa normalmente attesi ai tempi contrattualmente stabiliti, e l'NBV; differenza che potrebbe essere soggetta a modifiche di fronte alla sopravvenuta possibilità che la posizione debitoria torni in *bonis* oppure si deteriori ulteriormente.

Altro aspetto di asimmetria tra istituti di credito e investitori risiede nei costi indiretti di gestione degli NPL (oneri amministrativi, commissioni del *servicer*, ...), rilevati dalle banche nel bilancio dell'esercizio di competenza nel rispetto dei principi contabili internazionali, mentre dedotti immediatamente dal valore netto dei crediti da parte dei potenziali acquirenti che vanno così a ridurre il prezzo di acquisto. Tale effetto si aggiunge a quello del maggior rendimento (*internal rate of return*, IRR) da essi richiesto riconducibile a diversi fattori tra cui: asimmetrie informative presenti sul mercato del credito, la comune avversione al rischio da parte degli investitori, che richiedono un premio tanto più elevato quanto maggiore risulta la dispersione dei recuperi possibili attorno al valore medio, una struttura del passivo costituita quasi interamente da capitale di rischio, l'inclusione nel rendimento domandato delle commissioni di *performance* applicate ai gestori dei fondi, che spesso raggiungono anche il 20% degli utili netti.

²² Cfr. IAS 39 "Financial Instruments: Recognition and Measurement"

3.4 *Gli interventi normativi in Italia a favore del mercato degli NPL*

Nel tentativo di ridurre il differenziale di prezzi tra domanda e offerta e accelerare la dismissione dei crediti deteriorati da parte delle banche, si è tentato di intervenire negli ultimi anni con molteplici provvedimenti normativi volti a velocizzare le procedure di recupero, come la riforma del 2015²³ che ha raddoppiato le procedure esecutive immobiliari la cui fase iniziale (dall'iscrizione a ruolo fino all'inizio della fase di vendita) si è conclusa entro l'anno. In sintesi, gli interventi legislativi hanno riguardato:

- misure di natura procedurale finalizzate a ridurre la durata delle procedure esecutive e dei fallimenti e a facilitare le ristrutturazioni dei debiti aziendali;
- misure di natura sostanziale volte a favorire il recupero dei crediti per via stragiudiziale (patto marciano per imprese e consumatori);
- interventi di natura strumentale per accrescere l'efficacia dei recuperi e lo sviluppo del mercato degli NPL (Portale delle vendite pubbliche, Registro delle procedure esecutive e fallimentari).

Altri provvedimenti normativi sono stati indirizzati a migliorare la qualità dei dati, come l'apposita segnalazione analitica sulle esposizioni deteriorate, sulle eventuali garanzie che ne attenuano il rischio e sullo stato delle procedure di recupero in corso, introdotta nel 2016 dalla Banca d'Italia con l'obiettivo di digitalizzare i dati e ampliare agli investitori la disponibilità di informazioni necessarie per una corretta valutazione delle attività in sofferenza.

Ciò non toglie che gli sforzi e gli interventi in tale direzione debbano continuare, considerati i notevoli margini di miglioramento conseguibili, ad esempio, da un accorciamento ulteriore dei tempi delle procedure di recupero che aumenterebbe significativamente il valore degli NPL: la Banca d'Italia ha stimato che una riduzione di due anni dei tempi di recupero determinerebbe un aumento del prezzo di mercato delle sofferenze di circa il 10% e, a parità di altre condizioni, un calo importante delle consistenze di lungo periodo dei crediti *non performing*. Ulteriori vantaggi per ridurre le perdite derivanti dai recuperi a livello di sistema si otterrebbero da un aumento del grado di diversificazione dei portafogli ceduti, ad esempio tramite l'aggregazione delle società-veicolo e il conseguente ampliamento del *pool* di crediti detenuti. Ciò ridurrebbe sensibilmente il rischio sopportato dagli acquirenti delle tranche meno sicure.

²³ Legge 132 del 6 agosto 2015 di conversione del D.L. 83 del 27/6/2015

Per ridurre le asimmetrie di mercato è necessario, inoltre, intervenire sul mercato dei *servicer*, in Italia ancora eccessivamente frammentato tra operatori coinvolti nei programmi di emissione, che mancano di un'adeguata efficienza operativa a causa dell'assenza di una massa critica. Secondo Bankitalia, occorre l'avvio di un processo di aggregazioni tra *servicer* che possa migliorare l'efficienza e la qualità del servizio offerto e beneficiare così all'intero mercato italiano delle cartolarizzazioni.

Inoltre, la costituzione del Fondo Atlante ha avuto l'obiettivo di ridurre il costo medio del capitale delle SPV con benefici sul prezzo di cessione tramite l'acquisto di titoli *junior* e *mezzanine* delle cartolarizzazioni delle sofferenze. Il rendimento prospettato dal Fondo per l'acquisto del capitale di rischio (ovvero delle tranche *junior*) delle società-veicolo, pari al 6/7%, è stato inferiore ai livelli richiesti dagli operatori specializzati del mercato degli NPL ma ha pur sempre garantito alle banche aderenti la cessione dei crediti deteriorati ad un prezzo più elevato di quello di mercato ma inferiore ai prezzi di bilancio. Tali istituti di credito hanno così potuto cedere i loro portafogli di sofferenze con perdite di cessione immediate più contenute.

Altri recenti interventi normativi in tema di NPL risultano talune rilevanti modifiche alla Legge 130/99 al fine di rimuovere alcuni ostacoli alla *securitisation* di determinate categorie di crediti deteriorati e dei crediti assistiti da garanzie immobiliari. Le modifiche hanno riguardato la semplificazione delle procedure per la cessione dei crediti dalla banca *originator* alla società-veicolo e l'inclusione nelle possibilità operative delle SPV di importanti attività relative alla gestione in un'ottica di recupero, e non di liquidazione, di finanziamenti concessi a controparti in temporanee situazioni di difficoltà economica.

Innanzitutto, le SPV che cartolarizzano crediti deteriorati potranno sovvenire debitori classificati come *unlikely to pay* (UTP), con ragionevoli prospettive di recupero del credito attraverso la ristrutturazione della posizione debitoria o la concessione di nuova finanzia il cui rischio sarà trasferito agli investitori nei titoli emessi dalla società-veicolo. Per incentivare tali ulteriori investimenti può essere introdotta una priorità per le tranche di cartolarizzazione che rappresentano il credito erogato dalla SPV, riconosciute come *senior* rispetto alle *mezzanine* e *junior* emesse a fronte del debito pregresso cartolarizzato. Il merito di credito del prenditore sarà giudicato da una banca o un qualsiasi intermediario finanziario iscritto all'albo dell'art. 106 TUB che detenga un interesse economico nell'operazione, in base a una logica di condivisione del rischio (L. 130/99, art. 1, comma 1-ter). Sempre al fine di tutelare gli investitori, la gestione dei crediti concessi e degli strumenti finanziari eventualmente acquistati dalla SPV dovrà spettare a un soggetto competente e dotato delle abilitazioni

richieste dalla legge (banca, intermediario iscritto all'albo, SIM o SGR), cui spetta anche di verificare che la società-veicolo operi conformemente alla legge e al prospetto dell'operazione. Esso potrà coincidere con lo stesso *servicer* della cartolarizzazione.

Per quanto riguarda i crediti deteriorati assistiti da garanzie immobiliari, la modifica normativa ha concesso ad apposite società-veicolo, note come *Real Estate Owned Companies* (REOCO), la gestione diretta degli immobili o degli altri beni posti a garanzia delle attività cartolarizzate, il loro acquisto prima che perdano valore e la partecipazione alle aste fallimentari per mantenere elevato il livello di concorrenza. I proventi derivanti da tale gestione immobiliare dovranno essere impiegati per soddisfare i diritti degli investitori nei titoli emessi dalla SPV.

3.4.1 La GACS

Il Decreto Legge n. 18 del 14 febbraio 2016, convertito con modificazioni con legge n. 49 dell'8 aprile 2016, ha introdotto la Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS), messa a disposizione delle banche da parte del Tesoro per favorire lo smaltimento dei prestiti non performanti e così ridurre l'*NPE ratio* dei singoli istituti di credito. Difatti, l'Italia sotto questo profilo risulta tra i peggiori in Europa (battuta solo da Grecia, Portogallo e Cipro), con una *NPE ratio* a metà 2016 pari a 21,4% in termini lordi, più del quadruplo del suo valore nel 2008 (4,9%) e ben al di sopra della media europea che si aggira invece attorno al 5%²⁴.

Il cosiddetto Decreto GACS ha disciplinato puntualmente la struttura della cartolarizzazione di NPL, in maniera molto più specifica rispetto alla Legge 130, in cui erano normati solo i suoi elementi essenziali lasciando poi spazio alla prassi e alle esigenze degli operatori di mercato. La *ratio* di tale scelta risiede nella volontà di conferire all'operazione uno schema definito e predeterminato che consenta agli *originator* di aderire pedissequamente alla struttura delineata e al relativo garante di analizzare velocemente l'operazione proposta.

La GACS consiste, in sostanza, in una garanzia dello Stato sulle tranche più *senior* dell'emissione e rappresenta la soluzione finale cui hanno condotto le lunghe trattative tra il ministero del Tesoro italiano e la commissaria Margrethe Vestager, nel tentativo di risolvere il problema degli NPL, dopo l'accantonamento dell'idea di una "*bad bank*" di sistema che si facesse carico della loro riscossione o della loro cessione sul mercato, andando a risolvere in tal modo il dilemma delle banche tra venderli

²⁴ Fonte: Il Sole 24 Ore

alle sfavorevoli condizioni correnti di mercato oppure mantenerli in portafoglio, opzione comunque non considerata ottimale dalle autorità di vigilanza e dai mercati. La proposta di una *bad bank* prevedeva, infatti, una forma di supporto pubblico assolutamente incompatibile con la severa normativa della Commissione Europea contro gli aiuti di stato, motivo per cui fu considerata ben presto non percorribile. In realtà, occorre sottolineare che numerosi Paesi europei erano ricorsi in passato all'istituzione di una *bad bank* per risolvere i problemi del settore bancario ma la disciplina europea in tema di aiuti di stato ha subito un importante irrigidimento dal 2013, a seguito dell'emanazione da parte della Commissione Europea di una comunicazione sulle possibili misure di sostegno alle banche post crisi finanziaria. La GACS, dunque, è risultata lo strumento più plausibile nel nuovo contesto normativo per favorire la dismissione degli NPL e secondo stime "conservative" dei tecnici risulta valere almeno 200 punti base nei costi di finanziamento.

Nello specifico, la GACS prevede il rilascio, su richiesta della banca o società finanziaria *originator*, di una garanzia a prima richiesta da parte dello Stato sulla tranche *senior* di una *securitisation* di crediti riconosciuti come deteriorati, a patto che siano rispettate le seguenti condizioni:

- la cartolarizzazione sia effettuata ai sensi della Legge 130 e i titoli *senior*, sui quali viene chiesto il rilascio della garanzia, abbiano preventivamente ottenuto un *rating* uguale o superiore all'*investment grade* da parte di una (in caso di *rating* privato) o almeno due (in caso di *rating* pubblico) agenzie di *rating* riconosciute;
- l'*originator* abbia stralciato il portafoglio cartolarizzato dal proprio bilancio;
- almeno la metà dei titoli *junior* sia collocata presso investitori privati;
- sia nominato un *servicer* esterno e indipendente dall'*originator* per il recupero degli *asset* ceduti. Esso potrebbe anche essere sostituito nel corso dell'operazione con i detentori dei titoli purché ciò non comporti un peggioramento del *rating* dei titoli *senior*.

Il costo della garanzia dipende dal tasso d'interesse di un *basket* di *Credit Default Swap* di emittenti italiani con lo stesso *rating* dei titoli garantiti e aumenta col passare del tempo, sia per tener conto del maggior rischio sopportato dai titoli di maggior durata, sia per favorire un rapido recupero dei crediti. La garanzia pubblica consente la riduzione della cedola sulla tranche *senior* e di conseguenza del suo costo. Il ricorso ad essa permette alle banche di alleggerire l'incidenza dei crediti in sofferenza sui propri patrimoni senza vedersi forzate alla cessione delle suddette attività a prezzi sconvenienti, col rischio di compromettere gli indici patrimoniali e innescare una nuova ondata di ricapitalizzazioni di massa.

Per esempio, considerando la cartolarizzazione di un portafoglio di NPL con valore iscritto a bilancio di 1 miliardo e una garanzia statale sulla tranche *senior* dell'emissione, dovrebbe essere possibile collocare mediamente a 300 milioni l'*equity*, ovvero quanto il sottoscrittore paga per la tranche *junior*. La restante parte dell'emissione andrebbe a costituire la parte *senior*, garantita dallo Stato per l'entità stabilita da un'agenzia di *rating* secondo una valutazione di merito dei titoli. A sottoscrivere la tranche *junior* sono generalmente operatori di *private equity* o *hedge funds* alla ricerca di rendimenti superiori al *benchmark* di mercato, mentre la tranche *senior* assistita da garanzia statale risulta appetibile a un maggior numero di investitori, essendo quasi assimilabile nella cedola ad un BTP di analoga durata. Ipotizzando mediamente un 1%, cui aggiungere l'1% medio del costo della GACS (come riferimento si ha un *Credit Default Swap* "sintetico" su un *basket* di titoli finanziari e non), si avrà un costo del bond *senior* pari a circa il 2%, ben più basso del 4-5% che si avrebbe in assenza di garanzia pubblica. Della significativa differenza fra i due tassi possono trarne beneficio gli istituti di credito, contribuendo allo sviluppo del mercato grazie all'avvicinamento tra prezzo domandato e offerto in sede di cartolarizzazione di NPL. Il risparmio ottenuto, tuttavia, è in parte eroso dal costo di mercato della garanzia (per scongiurare la configurazione di essa come un aiuto di Stato la banca dovrà, infatti, pagare un certo prezzo), dal costo per l'ottenimento e mantenimento del *rating* nonché dalle commissioni dovute all'*NPL servicer*.

La banca può rilevare fino al 49% della tranche *junior* mentre il veicolo impiegato per la transazione dovrà essere deconsolidato a seguito della cessione di almeno il 51% della stessa tranche: in questo momento eventuali perdite rispetto al *book value* incideranno sul bilancio della banca.

La GACS rappresenta comunque una misura temporanea essendo stata prevista per una durata limitata di 18 mesi dalla data della legge di conversione del D.L. 18/2016 (aprile 2016), poi prorogata di un anno dalla Commissione Europea nel settembre 2017. Settembre 2018 sarà dunque il termine massimo entro cui presentare al Mef le ultime richieste di GACS, anche se si stima che, nonostante un avvio a rilento, siano in arrivo, annuncio dopo annuncio, altri 50 miliardi di NPL su cui le banche hanno intenzione di richiedere la garanzia statale: secondo Pwc sono 34 i miliardi di NPL formalmente in via di cartolarizzazione tramite GACS (27 miliardi da Mps, 5 da BancoBpm e quasi 3 da Bper), mentre ulteriori 15 miliardi dovrebbero arrivare sul mercato da operazioni non ancora annunciate ufficialmente ma in programma entro agosto, da parte di diversi istituti tra cui Intesa Sanpaolo, Bnl e Creval. Per questo il Mef sta valutando l'ipotesi di prorogare la *deadline* della misura (6 settembre 2018) di un altro anno e c'è diffuso ottimismo sul fatto che il piano sia condiviso anche da Bruxelles, essendosi la GACS rivelata finora un guadagno per le casse pubbliche.

I vertici della BCE e della Banca d'Italia hanno comunque più volte sottolineato come lo smaltimento degli NPL debba avvenire gradualmente. Le Autorità di vigilanza, infatti, non inducono le banche a cedere rapidamente le attività in sofferenza ma piuttosto valutano sia l'effettiva situazione di ogni singola banca, andando a considerare variabili specifiche quali l'efficacia delle procedure di recupero, l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale degli impieghi e l'adeguatezza dei tassi di copertura, sia il contesto esterno in cui gli istituti di credito operano, al fine di adottare le misure di supervisione più appropriate.

Le banche, dal canto loro, sono state invocate da Bankitalia a migliorare l'efficacia dei processi interni di gestione degli NPL, valutando opportunamente l'eventuale possibilità di ricorrere all'esternalizzazione a operatori specializzati e di programmare operazioni di cessione nell'ambito di piani industriali. La differenza tra la svendita di un credito e la sua lavorazione nel corso del tempo può infatti risultare decisiva, tanto che tra 2006 e 2015 si è registrato un tasso di recupero dei crediti in via ordinaria del 47% contro il 23% guadagnato con le cessioni.

3.5 Due esempi di cartolarizzazione: il progetto FINO e la prima GACS di Popolare di Bari

Una tra le più imponenti operazioni di cartolarizzazione su NPL mai realizzata in Italia è stata condotta nella seconda metà del 2017 da Unicredit S.p.A. nell'ambito del progetto FINO, inserito all'interno del Piano strategico 2016-2019 "Transform 2019", con cui la banca si è liberata dal peso di ben 17,7 miliardi di sofferenze lorde "Non Core" (il cui *gross book value* era intanto sceso a 16,2 miliardi al 30 giugno 2017 grazie all'attività di *work out*), un pacchetto con "un numero di posizioni cedute maggiore di quelle dismesse sul mercato tra il 2006 e il 2015 da parte di tutti gli intermediari bancari", come si legge in una nota della Banca d'Italia. Si tratta, per la maggior parte, di crediti relativi a grandi imprese (9,8 miliardi), mentre il resto è suddiviso tra piccole e medie imprese (3 miliardi), per lo più *retail*, e altri crediti deteriorati di vecchia data (4,9 miliardi), definiti *old vintage* in quanto risalenti a prima del 2009.

Le sofferenze sono state cedute ai fondi internazionali Pimco e Fortress ad un prezzo medio di cessione relativamente basso, pari al 13% del *gross book value* (GBV) come evidenziato nel prospetto dell'aumento di capitale. Difatti, secondo Ciocchetta et al.²⁵ il tasso di recupero medio per le sofferenze delle banche italiane si è aggirato attorno al 43% del GBV per il decennio 2006-2015, e

²⁵ F. Ciocchetta, F.M. Conti, R. De Luca, I. Guida, A. Rendina, G. Santini, *I tassi di recupero delle sofferenze*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, N. 7, gennaio 2017

attorno al 34,7% negli anni 2014-2015, anche a causa del recente incremento delle sofferenze cedute rispetto a quelle gestite internamente dalle banche che garantiscono generalmente recuperi superiori. Secondo quanto riportato da Bloomberg, il basso prezzo di cessione in FINO avrebbe destato l'attenzione della BCE, in particolare su possibili commissioni a carico della banca incluse nel prezzo; ipotesi tuttavia prontamente smentita da Unicredit che ha chiarito come le commissioni di gestione, coerentemente con la prassi di mercato, fossero dedotte dalla *performance* del fondo e imputate proporzionalmente a ciascun investitore del fondo stesso sulla base delle quote detenute.

Al ruolo di *master servicer* e *special servicer* della *securitisation* è stata preposta doBank, società italiana specializzata nella gestione e recupero di crediti deteriorati.

L'operazione è stata prevista in due fasi le cui linee generali sono state definite nei *Framework Agreement* sottoscritti da Unicredit S.p.A. nel dicembre 2016 con Pimco e Fortress. La "Fase 1" è stata completata entro la fine di luglio 2017 su un portafoglio da 5,374 miliardi di euro lordi²⁶, con l'emissione da parte delle SPV Fino 1 Securitisation S.r.l., Fino 2 Securitisation S.r.l. e Onif Finance S.r.l. di 770 milioni di euro in ABS, tutte a scadenza legale 2045 e suddivise in quattro classi di rischio:

- una classe *A senior* con titoli dal valore di 650 milioni e *rating* A2 di Moody's e BBB (*high*) di Dbrs; complessivamente, sono stati collocati sul mercato titoli *senior* garantiti da GACS per 617,5 milioni, al prezzo di 100 e cedola *Euribor* a 3 mesi +150 punti base, ovvero l'intera tranche *senior* al netto di una quota del 5% detenuta da Unicredit. Quest'ultima fornisce protezione agli investitori come linea di cassa di riserva da 32,5 milioni.
- una classe *B mezzanine* con titoli dal valore di 29,64 milioni classificati Ba3 da Moody's e BB (*high*) da Dbrs;
- una classe *C junior* con titoli dal valore di 40 milioni e *rating* Moody's B1 e Dbrs BB;
- una classe *D* senza *rating* da 50,311 milioni²⁷.

Unicredit S.p.A. ha inizialmente sottoscritto il 49,9% di titoli emessi per ogni classe, con il restante 50,1% collocato presso investitori terzi. Con il completamento della prima fase e il completo trasferimento dei diritti ad incassare i *cash flows* degli *asset* cartolarizzati, si sono realizzate le condizioni richieste dallo IAS 39 per l'applicazione della cancellazione (*derecognition*) dallo stato patrimoniale della banca dei crediti rientranti nel portafoglio FINO.

²⁶ Al 3 luglio 2017, da cui sono stati poi dedotti gli incassi sino al 4 novembre

²⁷ Dati tratti dal report di Moody's "Rating Action: Moody's assigns definitive ratings to Italian ABS notes backed by Unicredit NPLs issued by Fino 1 Securitisation S.r.l."

La “Fase 2” dell’operazione, conclusa nel gennaio 2018, ha riguardato la richiesta da parte di Unicredit di assegnazione della GACS ai titoli della tranche *senior* e *mezzanine*, accordata dal MEF con Decreto del 20 dicembre 2017, il che gli ha conferito il massimo *rating* mai assegnato in Italia a una cartolarizzazione con questo tipo di garanzia. Unicredit ha poi proceduto a cedere, anche a terzi investitori, i titoli dalla stessa sottoscritti nella fase precedente mirando a ridurre la quota del 49,9% di titoli detenuti al di sotto del 20%, e mantenendo pur sempre nell’operazione l’interesse economico netto previsto dalla vigente normativa regolamentare. I titoli delle classi B, C e D emessi dai veicoli Fino 1 e Fino 2 sono stati principalmente ceduti a fondi gestiti da King Street Capital Management L.P. e Fortress Group, mentre il 30% di quelli emessi da Onif Finance è stato trasferito a Generali Investment Europe (GIE).

Una volta realizzata la progressiva cessione a terzi investitori dei titoli sottoscritti ancora in portafoglio, Unicredit ha notificato alla BCE l’intenzione di riconoscere il “*Significant Risk Transfer*” (SRT) sulle tre *securitisation* a partire dal 31 marzo 2018, attendendo un impatto vantaggioso sul *Cet1 ratio fully loaded*²⁸ di circa 10 punti base come previsto nel comunicato stampa del 17 luglio 2017.

Figura 3.3
Qualità dell’attivo di Unicredit a confronto (dicembre 2016 - settembre 2017)

Fonte: Unicredit S.p.A.

(milioni di €)	Sofferenze	Inadempienze probabili	Esposizioni scadute deteriorate	Totale deteriorati	Crediti non deteriorati	Totale Crediti
Situazione al 30.09.2017						
Esposizione lorda	29.391	20.486	1.402	51.279	430.314	481.593
<i>incidenza sul totale crediti</i>	6,1%	4,3%	0,3%	10,6%	89,4%	
Rettifiche di valore	19.468	9.011	481	28.960	2.124	31.084
<i>in rapporto all’esposizione lorda</i>	66,2%	44,0%	34,3%	56,5%	0,5%	
Valore di bilancio	9.923	11.475	921	22.319	428.190	450.509
<i>incidenza sul totale crediti</i>	2,2%	2,6%	0,2%	5,0%	95,1%	
Situazione al 31.12.2016						
Esposizione lorda	31.799	23.165	1.378	56.342	421.804	478.146
<i>incidenza sul totale crediti</i>	6,7%	4,8%	0,3%	11,8%	88,2%	
Rettifiche di valore	20.854	10.021	472	31.347	2.192	33.539
<i>in rapporto all’esposizione lorda</i>	65,6%	43,3%	34,3%	55,6%	0,5%	
Valore di bilancio	10.945	13.144	906	24.995	419.612	444.607
<i>incidenza sul totale crediti</i>	2,5%	3,0%	0,2%	5,6%	94,4%	

A fine giugno 2017 Unicredit aveva in portafoglio 46,15 miliardi di euro lordi di sofferenze (11,8 miliardi netti) mentre a fine settembre le stesse erano già scese a 29,4 miliardi, con un rapporto di

²⁸ Il *Common Equity Tier 1 ratio* è l’indicatore patrimoniale principale cui banche, investitori e risparmiatori fanno riferimento per valutare la solidità di un istituto di credito. Esso rappresenta il rapporto tra il capitale ordinario versato (Tier 1) e le attività ponderate per il rischio e fornisce indicazioni circa le risorse con cui la banca oggetto di valutazione riesce a garantire i prestiti concessi ai clienti ed i rischi rappresentati dagli NPL. La soglia minima di tale indice è stata individuata dalla BCE nell’8% e va rispettata a livello comunitario pena il commissariamento dell’istituto di credito.

copertura al 44%; anche le esposizioni scadute deteriorate si erano ridotte a 1,4 miliardi, con un rapporto di copertura del 34,3% secondo quanto riportato nel rendiconto a nove mesi. Si prevede, inoltre, che i crediti deteriorati lordi si ridurranno di ulteriori 4 miliardi di euro entro la fine del 2019, con un target di crediti deteriorati lordi *Non Core* in riduzione da 19,2 a 17,2 miliardi nel 2019.

Per quanto riguarda la differenza considerevole fra i tassi di recupero medi delle banche italiane (34,7% nel 2014-2015) e il prezzo FINO (13%), essa può essere ricondotta sia a fattori quantitativi che ad altre caratteristiche dell'operazione, oltre che ad un aggiustamento del prezzo dell'1,9% in più per assicurare la comparabilità con il *benchmark* disponibile nelle Note di stabilità finanziaria e vigilanza della Banca d'Italia e per rappresentare meglio i tassi di recupero reali.

Tra le determinanti quantitative troviamo:

- l'effetto "imprese" che giustifica l'1,3% della differenza di prezzo: il portafoglio FINO si compone esclusivamente di esposizioni verso imprese i cui tassi di recupero, in media, sono più bassi di quelli relativi alle famiglie (33,4% contro 38,5% nel 2014-2015); al contrario, il tasso di recupero del 34,7% rappresenta una media a livello nazionale che considera crediti nei confronti sia di imprese che di famiglie;
- l'effetto "*market-sale*" che giustifica il 12,4% della differenza di prezzo: FINO rappresenta una cessione di sofferenze a investitori terzi ed in quanto tale è caratterizzata da proventi inferiori rispetto ai recuperi ottenuti internamente; il tasso medio di recupero dei crediti verso imprese (33,4%) è, infatti, determinato da una percentuale di recupero del 41% ottenuta attraverso *work-out* interno ed una del 21% conseguita mediante cessioni sul mercato, quest'ultima misura da assumere per valutare le specificità di FINO;
- l'effetto "anzianità di classificazione a sofferenza (*vintage*)" per il 2% del gap: un quarto di FINO è composto da vecchie sofferenze (*old vintage*) con un'anzianità media di 12 anni contro i 4 anni di tutti gli altri crediti ceduti; il tasso di recupero delle prime (con passaggio a sofferenza fino al 2005) è mediamente inferiore del 7,1% a quello osservato per le altre anzianità (con passaggio a sofferenza dal 2006 in poi) e usando tale tasso di recupero come *proxy* per quello del cluster FINO *Old vintage*, è stato stimato che l'effetto *vintage* giustifica circa il 2% della differenza di prezzo;
- l'effetto collateralizzazione che conta per l'1%: essendo il portafoglio FINO principalmente *unsecured* il suo tasso di recupero e quindi prezzo di mercato sarà inferiore a quello della componente *secured*; il confronto con i dati riportati nelle Note di stabilità finanziaria e

vigilanza della Banca d'Italia²⁹ rivela che la parte *unsecured* del portafoglio FINO risulta maggiore della media di sistema, differenza che contribuisce a spiegare il *price gap* per circa l'1%³⁰;

Il rimanente *gap* non spiegato di circa 3 punti percentuali è imputabile a peculiarità dell'operazione quali:

- la struttura della transazione, in base alla quale Unicredit continuerà a beneficiare dei proventi dell'attività di recupero futura, in proporzione alla quota detenuta nel veicolo e indipendentemente dal fatto che i prestiti sottostanti siano oggetto di deconsolidamento o meno; perciò il prezzo di mercato rappresenta solo parzialmente il valore finale di trasferimento del portafoglio e, di conseguenza, il tasso di recupero complessivo delle posizioni cedute;
- la dimensione del portafoglio FINO, alquanto imponente³¹, che ha probabilmente contribuito alla riduzione del prezzo di cessione dati l'illiquidità caratteristica del mercato secondario degli NPL in Italia;
- i tempi ristretti di completamento dell'operazione, collegati a quelli dell'aumento di capitale.

La Tabella 3.1 riassume le determinanti della differenza tra il prezzo di mercato FINO e i tassi di recupero medi delle banche italiane nel periodo 2014-2015.

Tabella 3.1
Determinanti della differenza tra i tassi di recupero medi e il prezzo FINO
Fonte: Bankitalia

Tassi di recupero medi	34,7%
Aggiustamento dati per comparabilità	1,9%
Effetto “imprese”	1,3%
Effetto “ <i>market-sale</i> ”	12,4%
Effetto “ <i>vintage</i> ”	2%
Effetto collateralizzazione	1%
Struttura, dimensione e tempistiche del progetto	3,1%
Prezzo di mercato di FINO	13%

²⁹ F. Ciocchetta, F.M. Conti, R. De Luca, I. Guida, A. Rendina, G. Santini, *I tassi di recupero delle sofferenze*, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, N. 7, gennaio 2017

³⁰ Questa stima è stata ottenuta ricalcolando il tasso di recupero medio nell'ipotesi che la distribuzione di posizioni *secured* e *unsecured* in FINO fosse la stessa osservata a livello di sistema.

³¹ La cessione ha riguardato circa il 43% delle sofferenze del perimetro italiano del gruppo.

Inoltre, secondo quanto confermato da Unicredit in una nota, il totale collocamento dei titoli *senior* garantiti da GACS (*Fino Senior Guaranteed Notes*) emessi dalla SPV Fino 1 Securitisation ha contribuito a rendere più liquido il mercato italiano delle ABS con sottostanti NPL, dal momento che si è trattato della prima tranche di questo tipo offerta agli investitori. A tal proposito, si rivela come la GACS entrata in gioco solo successivamente, nella “Fase 2” del progetto, abbia concorso al programma di *de-risking* di Unicredit, favorendo la rapida dismissione di parte degli NPL in bilancio e il collocamento agevole sul mercato dei titoli emessi nell’ambito della cartolarizzazione; essa ha anche contribuito al miglioramento della valutazione del portafoglio cartolarizzato attraverso la riduzione delle asimmetrie informative fra banche emittenti e investitori sulla qualità dei crediti cartolarizzati e sul rischio in essi implicito.

Il primo caso italiano di *securitisation* accompagnata da garanzia statale è rappresentato, invece, dall’operazione di cessione a fondi specializzati di circa 480 milioni di euro di NPL targata Banca Popolare di Bari, ad un prezzo di vendita pari al 30% del valore lordo. In questo caso, la GACS, adottata fin dall’inizio dell’operazione, ha apportato grandi benefici al costo della tranche *senior*, consentendo un efficientamento economico per la banca di oltre il 10% del valore lordo dei crediti ceduti (pari a circa 50 milioni di euro sul portafoglio in oggetto), considerato che precedentemente, in assenza di garanzia statale, i grandi operatori internazionali erano soliti realizzare rendimenti del 18-20%. Il fatto che la determinazione del prezzo dipendesse significativamente dagli acquirenti frenava molto la cessione dei crediti in sofferenza da parte delle banche prima che il governo intervenisse efficacemente con una garanzia pubblica sulle tranche *senior*. Questa ha consentito di ridurre l’onerosità complessiva dell’operazione pur assicurando rendimenti appetibili ai potenziali investitori delle diverse tranches. L’emissione *senior* della Popolare di Bari, garantita subito dalla GACS, ha infatti visto applicato sul tasso *Euribor* uno *spread* del solo 0,5% contro l’1,5% della stessa classe nella cartolarizzazione FINO.

Nel dettaglio, l’operazione è stata condotta tramite la neo-costituita SPV Popolare di Bari NPLs 2016 Srl, cui sono state trasferite 915 posizioni in sofferenza. L’emissione, annunciata nell’agosto 2016, è stata suddivisa in:

- una tranche *senior* da 126,5 milioni di euro con *rating investment grade* BBB(high)/Baa1 da parte di Dbrs e Moody’s, che paga una cedola pari all’*Euribor* a 6 mesi più 50 punti base e incorpora nella struttura il premio dovuto al MEF per la garanzia;

- una tranche *mezzanine* da 14 milioni di euro con *rating* B (high) e B2 di Dbrs e Moody's e cedola pari all'*Euribor* a 6 mesi più 600 punti base;
- una tranche *junior*, priva di *rating*, dal valore di 10 milioni di euro e dai rendimenti più elevati (10-15%) sulla base delle richieste del mercato. Il collocamento di questa classe ha consentito la *derecognition* del portafoglio di NPL in questione dai libri contabili della Popolare di Bari, con effetti positivi sui suoi indici finanziari.

Alla data di emissione le note sono state interamente sottoscritte dalla Banca e sono state vendute sul mercato solo in seguito al rilascio della GACS, formalmente avvenuto al termine dell'iter di richiesta nel gennaio 2017.

Figura 3.4
Cartolarizzazione sofferenze “Popolare di Bari NPLs 2016 Srl”
Fonte: Banca Popolare di Bari

Società Veicolo	Popolare Bari NPLs 2016 Srl
Tipologia operazione	Tradizionale con trasferimento a terzi del rischio credito
Originator	Banca Popolare di Bari
Servicer	Prelios Credit Servicing S.p.A.
Arranger	J.P.Morgan
Calculation Agent	Securitisation Services SpA
Corporate Servicer	Securitisation Services SpA
Qualità attività cartolarizzate	crediti in sofferenza
Garanzie a presidio delle attività cartolarizzate	ipotecarie (c.a 70%) e chirografarie (c.a 30%)
Data di godimento	01/08/2016
Valore lordo attività cartolarizzate	471.008.043
Valore netto attività cartolarizzate	139.400.369
Prezzo di cessione (*)	148.183.424
Agenzie di Rating	DBRS Ratings Limited / Moody's

(*) importo comprensivo degli incassi effettuati nel periodo 1/4/2016-31/7/2016, pari ad euro 8.881.324. (importi in euro)

Il *servicing* del portafoglio è stato affidato a Prelios Credit Servicing, con il ruolo di gestire e recuperare i crediti durante la vita dell'operazione.

All'interno del Piano Industriale 2016-2020 della Popolare di Bari rientra anche la cartolarizzazione di 319,8 milioni di euro di sofferenze sempre tramite GACS conclusa a fine 2017, parte del programma di dismissione pluriennale di 800 milioni di euro di crediti deteriorati portato avanti dalla Banca e rappresentativo della prassi di *de-risking* adottata da numerosi istituti di credito italiani negli ultimi anni per diminuire l'incidenza degli NPL nei loro bilanci.

CAPITOLO QUARTO

LE NUOVE PROPOSTE E LE PROSPETTIVE

Il processo di revisione delle normative sulla cartolarizzazione, avviato a partire dalla crisi finanziaria globale e ora in via di completamento, ha mirato a rimuovere gli eccessi che avevano caratterizzato lo sviluppo di tale strumento negli anni pre-crisi e ha posto le premesse per farne un mezzo di rafforzamento dei bilanci bancari. In Italia soprattutto, dove la consistenza delle attività deteriorate iscritte al bilancio si è rivelata ben maggiore della media europea, si percepisce la necessità di ricorrere a strumenti come la cartolarizzazione per liberare i bilanci bancari dal fardello degli NPL e occorre a riguardo l'impegno e la determinazione di intermediari e autorità perché siano rimossi gli ostacoli che ancora frenano il mercato secondario dei crediti deteriorati.

Le criticità e le sfide che si pongono per lo sviluppo futuro del mercato e l'evoluzione del problema degli NPL saranno oggetto della trattazione del presente capitolo. Si tratta di azioni senza dubbio impegnative ma che possono essere affrontate con efficacia nell'attuale fase congiunturale caratterizzata da positive prospettive economiche e da un accresciuto interesse degli investitori per tali prodotti finanziari.

4.1 Il futuro della GACS

Nel Paragrafo 3.4.1 si era anticipato della possibilità di una proroga della GACS di almeno 6 mesi oltre la scadenza del prossimo 6 settembre, considerato il generale successo riscosso dalla garanzia statale. Qualora ciò non dovesse avvenire, per molti istituti di credito sorgerebbe il problema di dover riscrivere la strategia di smaltimento degli NPL, senza più considerare il sostegno pubblico e mettendo in conto maggiori perdite. Infatti, sono una dozzina le cartolarizzazioni messe in cantiere finora e soltanto una minima parte riuscirà ad essere completata entro settembre sia perché l'ingente mole di documentazione pervenuta ultimamente presso le agenzie di *rating* e gli uffici del Tesoro rallenta la loro operatività, sia perché molte banche si sono mosse in ritardo, programmando l'emissione solo nei primi mesi del 2017.

Fra le maxi-cartolarizzazioni annunciate qualche mese fa risulta la cessione di 1,5 miliardi di euro di sofferenze tramite la SPV Luigi Luzzati S.p.A. da parte di un gruppo di diciassette banche popolari,

undici delle quali avrebbero l'intenzione di accelerare il processo di cartolarizzazione proprio per completare una prima operazione già entro l'estate e poter così accedere alle GACS in scadenza.

Il danno di un mancato rinnovo si rifletterebbe soprattutto sui prezzi di cessione delle sofferenze, che grazie alla GACS si erano mantenuti su livelli molto più alti della media di mercato, e potrebbe determinare un rallentamento dell'attività di *de-risking* intrapresa dalle banche mediante lo smaltimento degli NPL e un nuovo freno allo sviluppo del mercato dei crediti deteriorati, tornato fervente solo di recente.

Nell'ipotesi di una proroga della GACS, invece, il Tesoro potrebbe anche pensare di estendere la misura alle inadempienze probabili cartolarizzate il cui valore di 52 miliardi di euro, al netto delle rettifiche, è oramai prossimo a quello delle sofferenze. L'obiettivo sarebbe naturalmente quello di replicare l'esperienza positiva delle garanzie sulle tranche *senior* delle sofferenze, che hanno ridotto notevolmente il divario tra domanda e offerta e agevolato la dismissione di NPL.

Teoricamente, la cessione tramite cartolarizzazione permetterebbe la piena *derecognition* dei crediti *unlikely to pay*, andando ulteriormente ad alleggerire i bilanci bancari. Qualcuno suggerisce come, alla stregua dei *bad loans*, gli istituti di credito possano poi trattenere le stesse tranche *senior* di UTP garantite dallo Stato. Dall'altra parte, la garanzia pubblica consentirebbe di allargare la base degli investitori, aprendo il focus anche sulle tranche *mezzanine* e *junior*.

Insomma, vista la mole di inadempienze improbabili che si sta imponendo accanto al gran numero di sofferenze detenute dalle banche italiane, il recupero degli UTP potrebbe divenire a breve la prossima sfida per gli istituti di credito nostrani.

4.2 Le indicazioni dell'autorità di vigilanza

Elemento fondamentale per un ulteriore sviluppo delle cartolarizzazioni è la trasparenza nella gestione dell'operazione, che consenta di avere tutti gli strumenti per un corretto *pricing* non solo all'emissione ma anche successivamente durante la vita dell'operazione. Primi passi avanti in tal senso sono già stati fatti con l'introduzione delle cartolarizzazioni "*simple, transparent and standardised*" che potranno contribuire all'indispensabile processo di diversificazione delle fonti di finanziamento dell'economia, con un ruolo sempre più importante assunto dal mercato dei capitali.

Altro strumento recentemente proposto dalla BCE e Commissione Europea per facilitare la cessione o cartolarizzazione degli NPL è una *transaction platform*, ovvero un sistema di transazioni

elettroniche che combini un data *warehouse* a una depositaria dei crediti deteriorati al fine di aumentare la trasparenza e l'accessibilità dei dati sui crediti deteriorati, ridurre le asimmetrie informative e i costi di transazione e avvicinare così domanda e offerta di crediti deteriorati. Tale piattaforma sarebbe difatti un luogo di scambio cui le banche possono accedere nel caso necessitino di raggiungere investitori in NPL ed è probabile che, almeno in una prima fase, essa assuma carattere nazionale e natura semi-privatistica, con l'Abi e la Banca d'Italia a favorirne la nascita.

Tuttavia, perché gli istituti di credito italiani possano velocemente convergere verso gli standard internazionali risulta indispensabile ancora un intervento risoluto del legislatore in tema di giustizia civile, soprattutto volto alla riduzione dei tempi delle procedure, tra i più lunghi in Europa. Le autorità italiane sono intervenute in materia, ma gli effetti delle misure adottate devono ancora dispiegarsi in maniera significativa.

Importanti progressi potrebbero provenire anche da iniziative volte a migliorare il funzionamento dei tribunali tra i quali si rileva una certa eterogeneità nei tempi delle procedure fallimentari e concorsuali. Occorrono, a riguardo, interventi di omogeneizzazione e misure organizzative quali l'istituzione di sezioni specializzate dei tribunali, con giudici specializzati, su tutto il territorio nazionale.

Inoltre, è necessario che gli istituti di credito rafforzino, soprattutto sul piano delle competenze, le strutture interne deputate all'analisi dei piani industriali e finanziari delle aziende così da migliorare le modalità di monitoraggio delle proprie posizioni. Infatti, accertamenti ispettivi della Vigilanza della Banca d'Italia hanno evidenziato come molti intermediari non abbiano le competenze necessarie per esaminare i piani industriali delle imprese e ciò li rende incapaci di individuare tempestivamente i primi segnali di anomalia nel credito e, di conseguenza, adottare iniziative per il rientro *in bonis* del debitore. Analizzare professionalmente i programmi industriali e finanziari delle società cui si concedono finanziamenti è un aspetto cruciale per svolgere al meglio la funzione allocativa del credito ed evitare di supportare piani di ristrutturazione fallimentari.

Le linee guida emanate dal Meccanismo di vigilanza unico circa la gestione degli NPL in bilancio hanno indirizzato le banche verso una gestione quanto più attiva delle poste anomale che, se non liquidate in tempo, continuerebbero a bloccare l'attività di erogazione di nuovo credito all'economia reale, bisognosa proprio di finanziamenti per tornare a crescere in modo stabile.

Carmelo Barbagallo, Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, ha individuato tre aspetti delle linee guida di particolare importanza per affrontare nell'immediato il

problema dei crediti deteriorati nel sistema bancario italiano: il fondamentale coinvolgimento dei vertici delle banche e, in particolare, del consiglio di amministrazione nella definizione e nel monitoraggio della strategia di gestione degli NPL, con attenzione ad aggiornare annualmente il relativo piano operativo; la gestione dei conflitti d'interesse attraverso un controllo indipendente delle decisioni dei soggetti coinvolti nella gestione dei crediti deteriorati che ne limiti la discrezionalità dato che chi eroga il credito potrebbe valutare in maniera non imparziale gli interventi da adottare in caso di difficoltà del debitore; gli incentivi dei soggetti con poteri decisionali rilevanti nel comparto delle sofferenze, che devono dipendere dal grado di conseguimento degli obiettivi operativi prefissati.

4.3 L'ipotesi di un'Asset Management Company europea

Un'altra formula finanziaria proposta dal presidente dell'EBA Andrea Enria per smaltire l'ingente quantità di crediti deteriorati che appesantisce il sistema bancario europeo è l'istituzione di un'Asset Management Company (AMC) europea, impropriamente definita come una *bad bank* di sistema. Questa consisterebbe in una società-veicolo che si accollì, come avvenuto in Spagna a partire dal 2012, i *non performing loans* degli istituti di credito e si preoccupi poi di piazzarli sul mercato, senza svenderli, in un limitato orizzonte temporale e facendo mantenere alle banche cedenti comunque parte del valore di *upside* nel recupero dei crediti. L'idea non sarebbe più quella di un'unica *bad bank* europea, come proposto dallo stesso presidente qualche mese prima, ma di una *bad bank* per ciascuno Stato che agisca naturalmente nel severo quadro regolatorio europeo in tema di aiuti statali.

L'Asset Management Company dovrebbe avere una dotazione patrimoniale di 250 miliardi di euro, principalmente di origine privata dato che l'apporto delle istituzioni nazionali sarebbe limitato a soli 20 miliardi, e sarebbe portata ad acquistare le attività deteriorate degli intermediari europei soltanto a seguito di uno *stress test* effettuato sugli stessi per valutare l'impatto di un'ipotetica cessione a prezzi di mercato sull'equilibrio patrimoniale ed economico della banca.

Un aspetto tanto dibattuto quanto cruciale riguarda la fissazione del *transfer price*, prezzo al quale gli intermediari cederebbero i loro NPL all'AMC, che genera un conflitto di interesse tra gli istituti di credito che preferirebbero minimizzare le minusvalenze da cessione e l'AMC che punta al raggiungimento del rendimento. Infatti, sembrerebbe che il prezzo a cui gli intermediari cedono gli NPL al veicolo, il cosiddetto "valore economico reale", debba essere compreso tra il valore di iscrizione in bilancio delle poste e il prezzo di mercato offerto dagli investitori. Tale *transfer price*

risulterebbe sicuramente meno penalizzante per le banche ma comporterebbe comunque delle perdite per queste ultime, dovute alla minusvalenza da cessione, che potrebbero ulteriormente accrescersi in caso di rientro degli attivi deteriorati in bilancio dopo tre anni che l'AMC non sia riuscita a cedere gli NPL acquistati.

In generale, i vantaggi derivanti da tale struttura sarebbero per le banche cedenti la riduzione del rischio in portafoglio, con notevoli risparmi in termini di accantonamento di capitale, nonché la possibilità di impiegare integralmente le risorse nel *core business*, piuttosto che nella gestione delle attività deteriorate, con risparmi in termini economici e logistici. L'organizzazione professionale del recupero dei crediti da parte di un soggetto specializzato contribuirebbe poi a migliorare l'efficienza dell'intero processo.

L'AMC proposta dall'EBA potrebbe recare nel medio termine notevoli benefici alle banche e nuove opportunità agli investitori, favorendo la ripresa economica. L'obiettivo delle autorità è di incentivare gli intermediari alla cessione delle partite anomale mediante la creazione di un mercato quanto più equo possibile e ciò risulterà attuabile soltanto se sarà implementata una regolamentazione tecnica della *bad bank* chiara ed efficiente.

4.4 Considerazioni conclusive

La direzione intrapresa da autorità ed operatori di mercato per l'ulteriore sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni di crediti deteriorati dimostra la ragionata consapevolezza dell'utilità e imprescindibilità di tale strumento cui si è pervenuti dopo anni di incertezze e difficoltà del sistema bancario.

In Italia in particolare, il successo di tale operazione è in gran parte da riconoscere all'impianto robusto e allo stesso tempo flessibile della Legge 130/99, che se da una parte ha fissato con chiarezza i capisaldi della struttura dell'operazione, dall'altra si è prestata a modifiche via via più recenti (vedi la possibilità per le SPV di erogare finanziamenti oppure di sottoscrivere bond). Le novità legislative degli ultimi anni hanno permesso alla disciplina di tornare attuale, aumentandone significativamente la portata pratica, e hanno contribuito così allo scopo per il quale era stata concepita ovvero far fronte alle esigenze di smaltimento del cumulo di NPL da parte del mondo bancario italiano. D'altra parte, i maggiori fruitori della Legge 130/99 sono sempre stati proprio le banche e gli intermediari finanziari, dato il carattere fortemente bancocentrico del nostro sistema finanziario. Tuttavia, il vero

successo di uno strumento quale la cartolarizzazione risiede nel fatto che i benefici derivanti dal suo utilizzo siano filtrati, proprio attraverso il canale bancario, a privati e aziende in termini di vantaggi in quanto a disponibilità e costi per l'accesso al credito.

Altro effetto positivo del ricorso alla *securitisation* da parte degli intermediari finanziari italiani è stato quello di farli confrontare con strumenti e metodi di valutazione e di monitoraggio internazionali, grazie al coinvolgimento nelle operazioni di investitori per lo più stranieri e agenzie di *rating* operanti a livello globale sulla base di metodologie internazionalmente riconosciute. L'interfacciarsi direttamente con tali attori non può che aver giovato al nostro sistema bancario, indicandogli la strada da percorrere per un auspicabile allineamento alle *best practices* internazionali. A tal proposito, l'esigenza che è stata avvertita maggiormente negli anni che hanno seguito la crisi finanziaria è stata quella di operazioni più limpide e lineari. La stessa esigenza è stata trasmessa anche a livello europeo con la definizione delle già citate *simple, transparent and standardised securitisations* e non c'è dubbio che il futuro delle cartolarizzazioni si giocherà proprio sulla trasparenza come elemento imprescindibile dell'operazione, in modo tale da avvicinare al relativo mercato anche gli investitori meno fiduciosi che in passato ne sono rimasti fuori.

Inoltre, risulta di fondamentale importanza per il futuro del settore che sia portato avanti con fermezza ed efficacia il processo di revisione normativa per rimuovere gli ostacoli allo sviluppo del mercato secondario degli NPL, primo fra tutti il divario ancora consistente fra valori di libro e prezzi di mercato ma anche gli eccessivi tempi di recupero, la scarsa quantità e qualità delle informazioni analitiche sulle attività deteriorate, le infrastrutture tipiche del mercato secondario degli NPL, e in particolare del comparto del *servicing*.

Difatti, in Italia il contributo delle cartolarizzazioni risulta ora rilevante più che mai, non solo per proseguire nell'azione di riduzione della consistenza degli NPL nei bilanci bancari ma, di conseguenza, anche per alimentare la crescita dell'economia attraverso un sistema creditizio sano e solido poiché, come affermato dal commissario Jonathan Hill all'Eurofi Financial Forum del 2015, "*securitisation markets are a key funding channel for the economy, increasing the availability and reducing the cost of funding for households and companies by opening up investment opportunities to a wider investor base, diversifying risk across the economy and freeing up bank balance sheets to lend*".

BIBLIOGRAFIA

- Federici A., *La cartolarizzazione: un'introduzione*, Centro Studi Finanza
- Federici A., *Cartolarizzazioni: l'architettura contrattuale classica*, Centro Studi Finanza
- Federici A., *Le ABS: Rischio, Credit Enhancement e Rating*, Centro Studi Finanza
- CONSOB, *La "securitisation"*
- Borsa Italiana, *La crisi dei mutui subprime: gli impatti sul mondo finanziario*, 2007
- Borsa Italiana, *Non Performing Loans (NPL)*, 2011
- Mazzuca M., *Cartolarizzazioni bancarie in Italia: nuove frontiere dopo la crisi*, Egea editore, 2015
- Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari, *Le cartolarizzazioni: definizione, struttura, criticità. Un manuale per il mercato*, I Quaderni AIAF online n. 174, 2017
- Fabrizi P. L., *Economia del mercato mobiliare*, Egea editore, 148-160, 2016
- Bufacchi I., *In Europa cartolarizzazioni al palo*, Il Sole 24 ore, agosto 2017
- Pilati A., *Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità*, Intervento del Vice Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, 2017
- Albamonte, D., *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza N. 10 – luglio 2017
- Bankitalia, *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans – NPLs) del sistema bancario italiano*, 2017
- Bankitalia, *Quanto valgono i crediti deteriorati?*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza N. 3 – aprile 2016
- EBA, *Draft Guidelines on management of non-performing and forborne exposures*, consultation paper, 1-26, 2018
- BCE, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, working paper Vigilanza bancaria, 1-18, 2017
- Tedeschi R., *Crediti deteriorati, il nodo dei prezzi di mercato (e come venirne a capo)*, working paper Prometeia, 2016
- Kraemer-Eis H., Lang F., Torfs W., Gvetadze S., *European Small Business Finance Outlook*, working paper European Investment Fund, 54-55, 2016
- Mangia M., *Il prezzo delle cartolarizzazioni*, la Repubblica, gennaio 2016
- Arcangeli A., *La cartolarizzazione degli NPLs e la GACS: il nuovo tessuto normativo*, working paper Simmons&Simmons, 2017
- Davi L., *Banche in coda per le Gacs. Spunta l'ipotesi della proroga*, Il Sole 24 Ore, febbraio 2018

Lodato P., *Global Credit Overview: The “Bad-Bank-turned-a-simple-securitization” solution for the Sofferenze problems of the Italian banks*, working paper Banca IMI, 2016

Davi L., Ferrando M., *In Bce gli istituti si giocano tutto sul “Npe ratio”*, Il Sole 24 Ore, febbraio 2017

Unicredit S.p.A., *Relazioni e bilancio*, 2017

Spini F., *Unicredit si libera dal peso di 17,7 miliardi di sofferenze*, La Stampa, luglio 2017

Valentini P., *Unicredit, va in porto il progetto Fino. Ecco la lista Mustier per il cda*, Milano Finanza, febbraio 2018

BeBeez, *Npl Unicredit, la prima tranche del progetto Fino incassa i rating di Moody’s e Dbrs: Classe A da 650 mln*, Milano Finanza, novembre 2017

BeBeez, *Unicredit prepara cessione di altri 1-1,5 mld di Npl (Progetto Firenze) ed entra nella fase 2 del progetto Fino*, Milano Finanza, settembre 2017

Moody’s Investors Service, *Rating Action: Moody’s assigns definitive ratings to Italian ABS notes backed by Unicredit NPLs issued by Fino 1 Securitisation S.r.l.*, 2017

Bankitalia, *Progetto FINO: definizione del framework per l’interpretazione dei prezzi di mercato e analisi delle principali determinanti*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza N. 3 – aprile 2016

Gruppo Banca Popolare di Bari, *Relazioni e bilancio dell’esercizio*, 2016

Gruppo Banca Popolare di Bari, *Banca Popolare di Bari, ottenuto il rating sulla cartolarizzazione di NPLs*, comunicato stampa, agosto 2016

Gerosa F., *Pop Bari, da cessione Npl il 30% del valore lordo*, Milano Finanza, agosto 2016

Gualtieri L., *Banche, in bilico le gacs per gli npl*, Milano Finanza, maggio 2018

Messia A., *Npl, le piccole pop fanno strada*, Milano Finanza, aprile 2018

Fell J., Grodzicki M., Krusec D., Martin R., O’Brien E., *Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms*, Financial Stability Review ECB, 2017

Bufacchi I., *Npl ridotti di un terzo entro il 2017*, Il Sole 24 Ore, maggio 2017

Barbagallo C., *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d’Italia, 2017