



Dipartimento di Impresa e Management Cattedra di Tecniche di Borsa

**La gestione dei Non-Performing Loans attraverso lo strumento di garanzia GACS: Evidenze dal mercato italiano**

RELATORE  
Prof. Daniele Previtali

CANDIDATO  
Edoardo Liconti  
Matricola 207261

ANNO ACCADEMICO  
2018/2019

## Ringraziamenti

Voglio anzitutto ringraziare il mio relatore, il Prof. Daniele Previtali, per l'aiuto e i feedback che mi ha fornito durante la stesura della tesi.

Inoltre un ringraziamento speciale lo devo ai miei colleghi del team di Finanza Strutturata di ICCREA Banca S.p.A., i quali, nel mio periodo di tirocinio, sono stati sempre disponibili e propensi nell'aiutarmi, trasmettendomi parte della loro conoscenza riguardante il settore delle cartolarizzazioni ed il mercato degli NPLs.

# INDICE

<b>Introduzione</b> .....	5
---------------------------	---

## **Capitolo primo – Non-Performing Loans e il mercato italiano dei crediti deteriorati**

1.1 Definizione e distinzione tra crediti in bonis e crediti non-performing.....	6
1.2 Il contesto italiano degli NPLs.....	9
1.3 Il crescente problema degli "Unlikely to pay".....	13

## **Capitolo secondo – Le Garanzie sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS): lo schema di funzionamento e utilizzo nel mercato italiano**

2.1 Introduzione al processo di cartolarizzazione.....	16
2.2 Misure di credit enhancement.....	18
2.3 Il processo di rating nell'operazione di cartolarizzazione.....	22
2.4 Esempio pratico di una "waterfall" con i diversi partecipanti all'operazione di cartolarizzazione.....	23
2.5 Ragioni e motivazioni dietro ad un'operazione di cartolarizzazione.....	26
2.6 Struttura e fasi di un'operazione di securitisation di crediti non-performing.....	27
2.7 La "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" (c.d. GACS) .....	30

2.8 Proroga e cambiamenti nello schema di "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze.....	33
---	----

**Capitolo terzo – Gli effetti dell’utilizzo delle GACS nel mercato italiano: evidenze empiriche**

3.1 La prima GACS delle banche italiane.....	39
3.2 Le cartolarizzazioni con GACS del 2017.....	41
3.3 Principali cartolarizzazioni con GACS del 2018.....	44
3.4 Distribuzione ed analisi delle operazioni GACS.....	50
3.5 La stratificazione di portafoglio.....	54
3.6 Analisi delle relazioni intercorrenti tra le 4 variabili fondamentali.....	57
3.7 Conclusioni.....	62
<b>Bibliografia.....</b>	<b>65</b>

## INTRODUZIONE

A causa della crisi finanziaria del 2008 e della successiva crisi dei debiti sovrani, l'economia europea ed in particolar modo quella italiana hanno subito un drastico rallentamento. In primis a risentirne è stato ovviamente il GDP nazionale, seguito poi dall'elevato aumento dei livelli di disoccupazione, che non hanno fatto altro che alimentare la spirale negativa in cui il nostro Paese è caduto. Infine sono state colpite le banche italiane, nei confronti delle quali è venuta meno la fiducia da parte degli altri operatori finanziari, che percependo come sempre più alto il rischio Paese, hanno richiesto tassi d'interesse maggiori sui titoli di debito emessi dal Governo e dagli istituti bancari italiani per finanziarsi sul mercato. La recessione economica in cui era entrato il nostro Paese ha poi peggiorato ulteriormente le condizioni economiche delle imprese italiane, che non sono riuscite a far fronte ai debiti contratti negli anni precedenti con i vari intermediari bancari. Questo ha ovviamente portato ad un deterioramento del rapporto creditore-debitore, che si è concluso con l'esplosione dei non-performing loans. L'obiettivo di questa tesi è appunto quello di affrontare lo studio e l'evoluzione del fenomeno dei crediti deteriorati, andando a studiare il percorso che il sistema bancario italiano ha dovuto intraprendere per riuscire ad uscire da questa crisi del credito. Il primo capitolo introdurrà quindi il concetto e la definizione di credito deteriorato, andando successivamente ad approfondire l'evoluzione del mercato italiano degli NPLs. Nel capitolo 2, invece, dopo aver trattato il tema della cartolarizzazione, si parlerà della "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze", lo strumento introdotto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze per agevolare il processo di smaltimento dei crediti in sofferenza detenuti dalle banche italiane. Il terzo capitolo, infine, analizzerà tutte le operazioni di cartolarizzazione che hanno beneficiato della GACS, provando, tramite un'analisi quantitativa del fenomeno, a capire quale sia stato l'effettivo impatto dello schema di garanzia statale sul processo di dismissione degli NPLs avviato dagli istituti bancari nostrani.

# **CAPITOLO UNO – Non-Performing Loans e il mercato italiano dei crediti deteriorati**

## ***- Premessa***

L'intento di questo primo capitolo è quello di fornire anzitutto al lettore una prima definizione di credito deteriorato. Successivamente, utilizzando gli adeguati riferimenti normativi, andremo a conoscere le differenti tipologie di crediti deteriorati esistenti. Infine, per avere una visione d'insieme sul tema trattato, si parlerà del fenomeno degli NPLs, andando ad analizzare, più nello specifico, il percorso che ha intrapreso il nostro sistema bancario nelle fasi di dismissione dei crediti non-performing, cercandone di studiare la sua evoluzione nel corso del tempo.

## ***- 1.1 Definizione e distinzione tra crediti in bonis e crediti non-performing***

La questione dei "non performing loans" (c.d. NPL) rappresenta una delle problematiche principali che il sistema bancario italiano si è trovato costretto ad affrontare durante questi ultimi anni. Per capire le determinanti che hanno portato il Governo italiano all'introduzione e allo sviluppo della normativa "Garanzia cartolarizzazione sofferenze" (c.d. GACS), è necessario prima procedere ad una trattazione - seppur breve e sintetica - del fenomeno NPL che ha colpito il sistema bancario estero ed in particolar modo quello nazionale.

Una prima macro distinzione separa i crediti in due gruppi principali:

- crediti in bonis, ovverosia tutti quelli ritenuti solvibili dalla banca in quanto presentano un creditore affidabile, che riesce puntualmente e secondo le modalità pattuite a rimborsare il proprio debito;

- crediti deteriorati o non performing, che invece sono caratterizzati da un deterioramento della qualità creditizia del debitore, il quale non riesce a far fronte in maniera sistematica e prestabilita al rimborso del capitale ed al pagamento degli interessi. La banca dunque è testimone di un incremento della probabilità d'insolvenza del debitore stesso, che genera ulteriori incertezze per quanto concerne la riscossione del debito nel rispetto delle scadenze prefissate e dell'ammontare dell'esposizione di capitale.

I crediti deteriorati, secondo la circolare n. 272 emessa dalla Banca d'Italia in data 30 Luglio 2008, aggiornata poi all' 11 Dicembre 2018, sono classificabili all'interno di 3 macro categorie che rispettivamente vengono definite dal testo normativo come segue:

- Sofferenze, esposizione verso una controparte in stato d'insolvenza (anche se non accertato giudizialmente) o in situazione equiparabile, indipendentemente dalla previsione di perdita formulata dalla banca e dalla presenza di garanzie;
- inadempienze probabili, (“unlikely to pay”), esposizioni creditizie per le quali la banca giudichi improbabile che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie. Pertanto non è necessario attendere il sintomo esplicito di anomalia (il mancato rimborso), laddove sussistano elementi che implicino una situazione di rischio di inadempimento del debitore (per esempio, una crisi del settore industriale in cui operi il debitore);
- esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, cioè esposizioni che alla data di riferimento della segnalazione siano scadute e/o sconfinanti da oltre

90 giorni e superino una prefissata soglia di materialità.

Quando dunque facciamo riferimento ad un'esposizione non-performing bisogna ricordare che essa è riconducibile ad una delle tre tipologie esposte precedentemente. Per effettuare un giudizio sulla qualità del credito detenuto da una banca, uno degli indicatori principali è quello che misura l'incidenza delle sofferenze sul totale dei crediti erogati dall'istituto bancario, noto come NPL ratio. E' importante sottolineare, però, come non sia necessario che venga accertata giudizialmente l'insolvenza del debitore affinché il credito in questione venga categorizzato come "sofferenza". Questo lascia all'intermediario maggiore libertà gestionale ed operativa per quanto concerne le scelte di accantonamento e provisioning che deve effettuare ai fini della politica di bilancio intrapresa.

Inoltre appare doveroso rimarcare la distinzione fondamentale che intercorre tra le prime due tipologie di crediti deteriorati menzionati prima, i "Bad loans" e gli "Utps" (c.d. Unlikely to pay). Quest'ultimi, nel particolare, si contraddistinguono:

- per la natura stessa del credito; infatti mentre il Bad loan è caratterizzato da un livello di deterioramento della qualità creditizia irreversibile, dato dal fatto che il soggetto debitore è insolvente, negli UTPs ci si rifà "*...al concetto probabilistico di unlikeliness to pay...*" (fonte: "Inadempienze probabili, il nuovo fronte delle banche", A. Boitani) >, inteso come l'eventualità di un probabile inadempimento della controparte, che ancora non risulta definitivamente e incontrovertibilmente insolvente;
- per l'approccio richiesto nella gestione delle 2 differenti tipologie credito; difatti mentre l'intento perseguito con quello in sofferenza coincide con la



liquidazione del credito medesimo, nell'inadempienza probabile (c.d. UTPs) la finalità è gestoria "...in quanto le controparti vivono una crisi temporanea e possono tornare in bonis" (fonte: "Inadempienze improbabili, il nuovo fronte delle banche", A. Boitani).

### - 1.2 Il contesto italiano degli NPLs

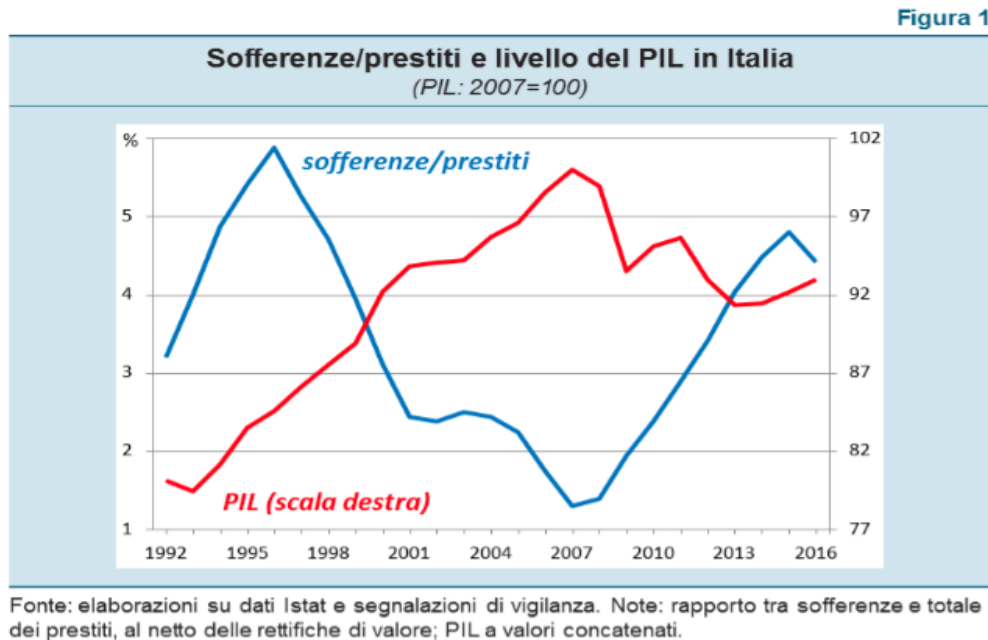
Per quanto concerne il panorama italiano, possiamo affermare che il nostro sistema bancario risulta essere stato tra quelli maggiormente colpiti, all'interno del contesto europeo, dal fenomeno dei non performing loans. Nel 2015, infatti, lo stock di crediti deteriorati aveva raggiunto la cifra record di 341 miliardi di euro (dati di Banca d'Italia rielaborati da KPMG), rispetto ad una media europea che si attestava su numeri nettamente inferiori.



Fonte: elaborazioni Ufficio Studi KPMG Advisory su dati Banca d'Italia

E' interessante notare l'evoluzione che lo stock di NPL ha subito durante questi ultimi anni in Italia. Come si può osservare dal grafico, a causa della crisi finanziaria globale, il nostro Paese ha visto un vertiginoso incremento dei crediti deteriorati detenuti dal sistema bancario. Stando ad alcune ricerche di Banca d'Italia, circa il 90% degli NPL presenti nei bilanci delle nostre banche nel 2015 era dovuto alla crisi dei mutui sub-prime. Essa ha scatenato un rallentamento mondiale dell'economia, che non ha fatto altro che accrescere il numero di crediti in sofferenza all'interno degli assets bancari.

In questo ci aiuta uno studio svolto da Banca d'Italia, in cui possiamo notare dal grafico sottostante la correlazione negativa esistente tra l'andamento del PIL italiano e il rapporto sofferenze-prestiti delle banche.



Il grafico espone chiaramente come in periodi di recessione economica il numero dei crediti in sofferenza aumenti esponenzialmente rispetto ai prestiti erogati dalle banche. Difatti come sottolineato da Bellardini e Previtali (2017) “...quando un’economia è in recessione il merito di credito dei prenditori di fondi si riduce, come anche la domanda di credito. Al logorarsi dell’affidabilità delle controparti e a una maggiore restrizione nell’accesso al credito consegue un incremento dei crediti non-performing. Una minore crescita economica determina, a parità di condizioni, livelli di NPLs più elevati”. Un'altra determinante che ha influenzato pesantemente l'accumulo dei crediti deteriorati in Italia è stata l'eccessiva lentezza delle procedure giudiziarie impiegate nel recupero dei crediti. Se si effettua infatti un confronto tra i tempi di recupero richiesti da altri Paesi appartenenti all'UE e l'Italia medesima, ci si accorge che quest'ultima presenta dei tempi di giustizia civile che raddoppiano quelli delle altre economie dell'eurozona. A fronte infatti di 1120 giorni necessari in media nel nostro Paese per recuperare i crediti

attraverso un'azione giudiziaria, la Francia ne impiega 395, la Germania 499, la Spagna 510 e il Regno Unito 437. Questo importante fattore ha delle dirette implicazioni sul mercato secondario italiano degli NPLs: infatti l'eccessiva lentezza delle procedure giudiziarie può spiegare la differenza esistente tra il valore dei crediti deteriorati iscritti a bilancio e il prezzo a cui gli investitori sono disposti a comprare i crediti non-performing. Questi ultimi, infatti, richiedono un tasso di rendimento degli NPLs molto elevato, che essendo utilizzato per scontare il valore nominale dei prestiti, produrrà dei prezzi notevolmente ridotti rispetto a quelli iscritti a bilancio nelle banche, a causa dell'elevato tasso di attualizzazione utilizzato dagli investitori. Tutto ciò ha quindi prodotto in Italia un iniziale rallentamento nello sviluppo di un efficace mercato secondario dei crediti deteriorati, che tramite questo strumento avrebbero dovuto incominciare un immediato processo di smaltimento. Nonostante ciò possiamo notare come a partire dal 2016 sia in atto un'efficace operazione di dismissione degli NPLs da parte degli istituti bancari italiani, che nel 2018 hanno avuto un numero record di vendite pari a 101,3 miliardi di euro, sul totale di 205 miliardi di euro di NPLs in Europa (fonte: il Sole24ore). A dare un forte input per favorire questo intervento di smaltimento è stato lo stesso Governo, che attraverso lo sviluppo e l'introduzione della normativa GACS nel panorama italiano, è riuscito ad accelerare il procedimento di dismissione dei crediti deteriorati messo in atto dagli intermediari bancari. In particolare stando all'ultimo report dell'Associazione Bancaria Italiana (ABI), risalente a Giugno 2019, che fornisce un outlook sulla situazione del sistema economico-creditizio delle banche italiane, si prospetta una situazione di netto miglioramento rispetto agli anni passati : *"Le sofferenze al netto delle svalutazioni e accantonamenti già effettuati dalle banche con proprie risorse, ad aprile 2019 sono risultate pari a 32,7 miliardi di euro, in forte calo rispetto ai 50,9 miliardi di aprile 2018 (-18 miliardi pari a -36%) e ai 77,4 miliardi di aprile 2017 (-44,8 miliardi pari a -58%). La riduzione è di oltre 56 miliardi (pari a -63,3%) se si considera il livello massimo delle sofferenze nette*

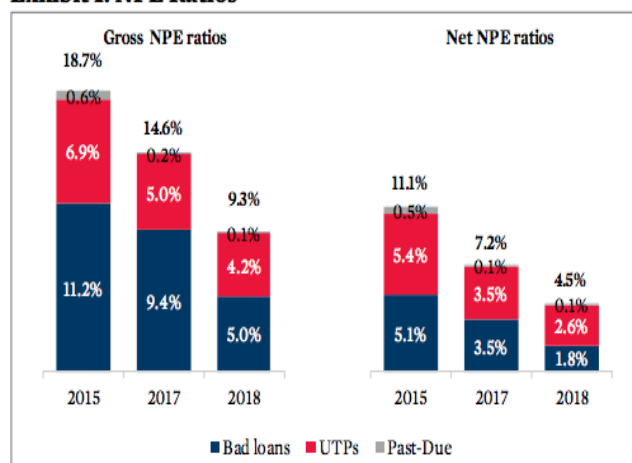
*raggiunto a novembre 2015 (88,8 miliardi). Il rapporto sofferenze nette/impieghi totali si è attestato all'1,87% (2,96% ad aprile 2018, 4,43% ad aprile 2017 e 4,89% a novembre 2015)".* Da questi dati si evince come la condizione del sistema bancario italiano si stia gradualmente riassetando: infatti nonostante la sua salute non abbia ancora raggiunto quella dei livelli pre-crisi 2007-2008, l'Italia ha comunque intrapreso una rotta positiva per il progressivo smaltimento degli NPLs. Inoltre, grazie ad alcuni specifici interventi del Ministero della Giustizia, si sono velocizzate le procedure esecutive immobiliari, cercando di accelerare i tempi di recupero dei crediti non-performing. Sul piano normativo è anche intervenuta la BCE, che tramite il "Single Supervisory Mechanism" (c.d. SSM), ha pubblicato la "Guidance to banks on non performing loans", un testo diretto alle Significant Institutions, contenente le "best practices" da attuare per un efficace gestione dei crediti deteriorati. All'interno di questo documento, sono contenute anche le c.d. Linee Guida che devono essere seguite dalle "Less significant institutions" (c.d. LSI), ovverosia enti bancari che a causa della loro dimensione più ridotta non sono considerate alla stregua delle Significant Banks, ma che comunque sono caratterizzate dall'elevata incidenza di esposizioni deteriorate. L'Italia, infatti, dopo la Germania e l'Austria, stando agli ultimi censimenti dell'European Central Bank, era il terzo Paese per numero di banche meno significative. Questo ovviamente comportava delle difficoltà che si ripercuotevano anche sulla gestione operativa degli NPLs, motivo per cui, su istanza della BCE, c'è stata una riforma del credito cooperativo italiano, che ha causato una riduzione del numero delle LSI e nel contempo ha dato vita alla creazione di 3 Gruppi Bancari Cooperativi, nei quali sono confluite le diverse "less significant institutions".

### - 1.3 Il crescente problema degli "Unlikely to pay"

Tramite uno studio dell'agenzia di rating DBRS, intitolato "Italian Banks made progress in 2018, but face uncertain environment", si è cercato di approfondire il percorso che ha portato il sistema bancario italiano alla riduzione dell'NPE ratio. Questo indicatore, in particolare, coincide con il rapporto tra l'esposizione deteriorata della banca ed il totale dei crediti che la medesima ha erogato. Nel dettaglio, la "non-performing exposure" (c.d. NPE) si compone della somma dei crediti in sofferenza (c.d. Bad loans), delle inadempienze probabili (c.d. Unlikely to pay) e delle esposizioni scadute e/o sconfiniate (c.d. past-due exposure).

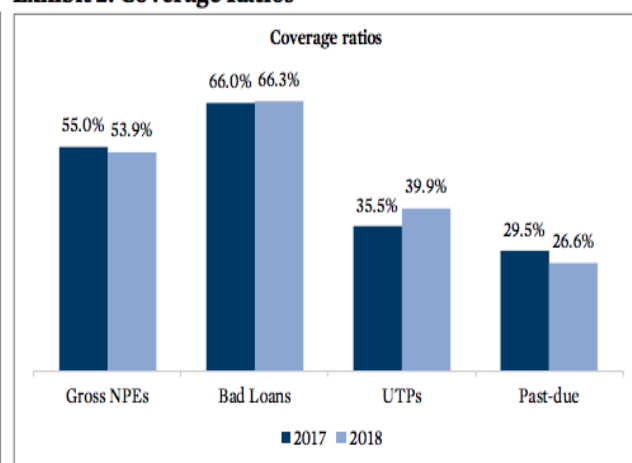
Attraverso un'analisi del grafico sottostante, è possibile capire, da un'altra prospettiva, il percorso evolutivo che ha caratterizzato il processo di smaltimento dei non-performing loans da parte degli istituti italiani.

**Exhibit 1. NPE Ratios**



Sources: Company reports, DBRS.

**Exhibit 2. Coverage Ratios**



Nel 2015 il Gross NPE ratio italiano, pari a 18,7%, era composto primariamente da crediti in sofferenza (c.d. Bad loans), che costituivano il principale problema da affrontare per le banche italiane. Le inadempienze probabili (c.d. UTPs) rappresentavano il secondo motivo scatenante l'esagerato livello raggiunto dal NPE ratio, avendo un'incidenza del 6,9% sullo stesso, mentre le Past-due

venivano considerate una preoccupazione minore impattando solamente per lo 0,6%. Il Net NPE ratio, invece, si distingue dal suo omonimo Gross, perchè tiene conto degli accantonamenti effettuati dalle banche a fronte delle esposizioni non-performing che le stesse detengono in bilancio. Il 2017 ha assistito ad una graduale riduzione dei due indicatori, scendendo rispettivamente il Gross NPE ratio del 4,1% ed il Net del 3,9%.

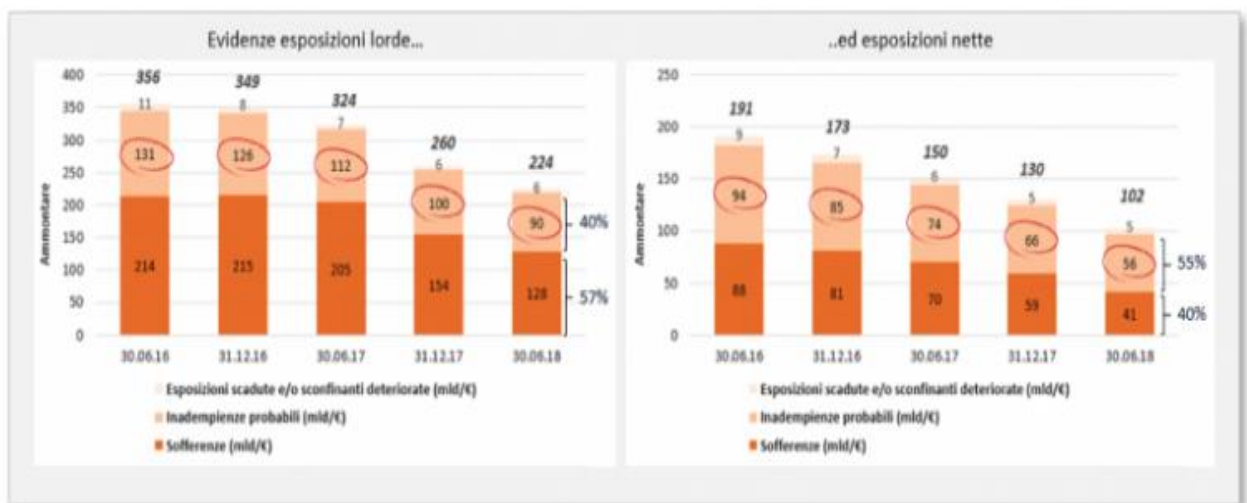
Il 2018 invece ha ufficialmente dimostrato gli ottimi risultati ottenuti dalle banche italiane nel processo di smaltimento dei crediti deteriorati ed in particolare di quelli in sofferenza. Il Gross NPE ratio, infatti, ha subito un dimezzamento rispetto al 2015, con l'incidenza dei Bad loans che si è ridotta al 5% sul valore complessivo dell'indicatore. Nonostante ciò, l'Italia deve comunque proseguire nel percorso di dismissione degli NPLs avviati dagli istituti bancari. L'obiettivo è infatti quello di riportare tale indicatore ad una soglia almeno prossima al 5%, valore limite che è stato stabilito dall'European Banking Authority (c.d. EBA) nell'ultimo report intitolato "Guidelines on management of non-performing and forborne exposure".

E' inoltre interessante notare, come contestualmente al progressivo diminuire della componente di Bad loans all'interno dell'NPE ratio, sia invece aumentato il peso e l'importanza di un'altra categoria di crediti non-performing: le inadempienze probabili o "unlikely to pay", che valgono ora il 2,6% del Net NPE ratio rispetto all'1,8% dei Bad loans.

Sempre dal grafico precedente (vd. "Exhibit 2"), si può infatti osservare l'andamento dei coverage ratios per le tre differenti tipologie di crediti deteriorati negli anni 2017-2018. Nello specifico, esso mostra una tendenza delle banche italiane all'aumento del coverage ratio inerente le c.d. inadempienze probabili: infatti rispetto al 2017 è quasi aumentato del 5% portandosi al 39,9%. Questo fenomeno evidenzia il fatto che gli istituti bancari stanno incominciando a dare maggiormente attenzione alle UTPs, dal momento che per riportare l'NPE ratio a livelli accettabili (sotto al 5% secondo l'EBA) bisogna non solo agire sui crediti

in sofferenza ma anche sulle altre tipologie di esposizioni deteriorate, di cui le inadempienze probabili risultano ormai essere una priorità. Il grafico successivo espone chiaramente il problema inerente gli accantonamenti effettuati per gli UTPs: infatti mentre l'incidenza dei Bad loans sul totale dello stock di esposizioni lorde è maggiore di quella delle inadempienze probabili (al 30/06/18 i Bad loans sono pari al 57% della NPE lorda, mentre le UTPs il 40%), se invece si tiene conto degli accantonamenti effettuati, ci si può rendere conto di come in realtà le UTPs impattino maggiormente sulla NPE netta rispetto ai crediti in sofferenza. Nello specifico, come rappresentato nel grafico in basso, il valore delle inadempienze probabili sul totale delle esposizioni nette è pari al 55% delle stesse, mentre i Bad loans contano per il 40%.

**Figura 2 - Inadempienze probabili dal 2016 a oggi**



Fonte: "Inadempienze probabili, il nuovo fronte delle banche", A. Boitani

## **CAPITOLO 2 – Le Garanzie sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS): lo schema di funzionamento e utilizzo nel mercato italiano**

### ***- Premessa***

Con la stesura di questo secondo capitolo, si intende descrivere i caratteri generali che contraddistinguono un'operazione di cartolarizzazione. Dopo una breve illustrazione avente ad oggetto il processo di securitisation, si tratterà delle relative misure di assistenza che sono state introdotte dal Governo italiano per far fronte al problema dei non-performing loans (c.d. NPLs). Verrà quindi introdotto lo schema di garanzia statale proposto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, noto sotto l'acronimo GACS, cercando di spiegarne il suo funzionamento e la sua evoluzione nel corso degli anni.

### ***- 2.1 Introduzione al processo di cartolarizzazione***

La cartolarizzazione consiste in un'operazione finanziaria attraverso cui una società, definita originator, cede un portafoglio di attività, che sono di per sé illiquide e non trasferibili, ad un terzo soggetto, che finanzia tale acquisto attraverso l'emissione di appositi titoli obbligazionari, i quali successivamente vengono poi collocati presso il pubblico di investitori. Tali strumenti sono noti come ABS, acronimo che sta per asset-backed securities, nome che cattura la particolare natura di questi titoli: essi infatti sono garantiti proprio dal pool di assets che sono stati trasferiti dall'originator alla società veicolo, definita SPV (special-purpose vehicle). Nello specifico, i flussi di cassa percepiti dai sottoscrittori degli A.B.S. , che andranno a rimborsare la quota capitale e quota interessi degli investitori, deriveranno da quelli del portafoglio di attività oggetto di alienazione nel processo di cartolarizzazione. Il risultato finale dell'operazione di securitisation avrà dunque come esito ultimo la trasformazione di un pool di attività indivisibili ed intrasferibili detenuti inizialmente dall'originator, in degli strumenti finanziari negoziabili che verranno emessi dalla SPV e collocati

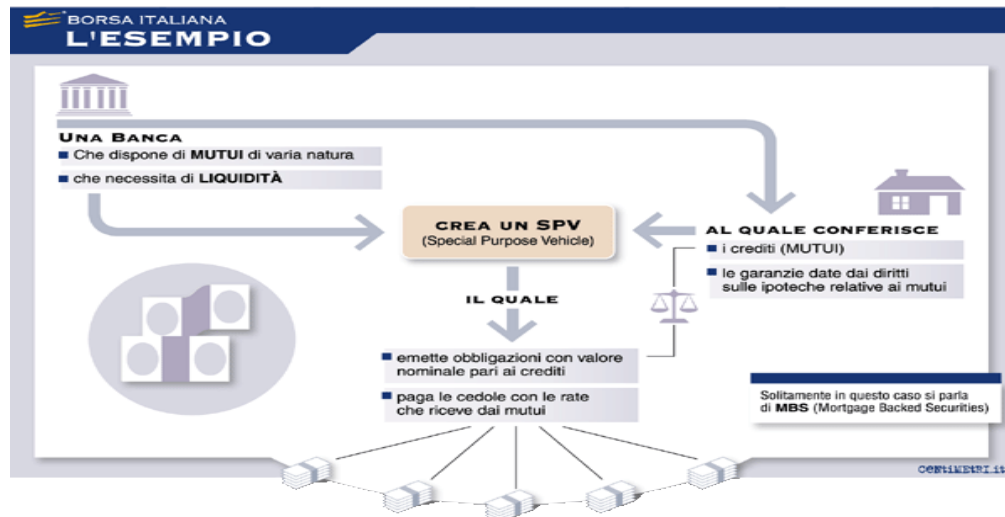


successivamente sul mercato. E' importante sottolineare come all'interno di tale operazione vi sia un vero e proprio trasferimento del rischio (c.d. derecognition) inerente il portafoglio di assets oggetto di cessione: infatti la banca, alienando alla SPV le attività che inizialmente deteneva in bilancio, non si fa più carico dei rischi finanziari derivanti da queste ultime. Saranno invece i sottoscrittori degli A.B.S., i cui cashflow derivano da quelli generati dalle attività cartolarizzate, a dover sostenere il rischio di credito e mancato pagamento che potrebbe essere generato dalla scarsa qualità degli assets presenti a garanzia dei titoli obbligazionari emessi dalla SPV.

E' quindi possibile schematizzare l'articolato processo di cartolarizzazione in 3 fasi principali:

- **l'individuazione da parte dell'originator del pool di assets da cedere alla SPV.** La banca dunque, eventualmente coadiuvata da un advisor, effettua un'analisi volta ad identificare il possibile portafoglio di attività oggetto di cartolarizzazione, in funzione anche degli obiettivi prefissati;
- **la cessione del portafoglio alla società veicolo scelta per l'operazione.** La SPV in particolare assume una doppia veste all'interno di questo processo: agisce in qualità di cessionario del pool di crediti cartolarizzati e allo stesso tempo come emittente dei titoli garantiti dal portafoglio medesimo. Essa ha come oggetto sociale esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione. E' importante sottolineare come il patrimonio della SPV sia separato dagli assets acquistati dalla stessa durante l'operazione di securitisation, in modo tale che sugli investitori che decidono di sottoscrivere gli A.B.S. gravi esclusivamente il rischio derivante dal pool di crediti oggetto di cartolarizzazione;

- **l'emissione e il relativo collocamento dei titoli A.B.S. da parte della SPV**, di modo che questa possa finanziare l'acquisto del pool di attivi dell'originator. In questa fase la SPV è solitamente affiancata da una banca d'investimento, che sfruttando il proprio network di conoscenze, facilita il processo di collocamento degli A.B.S. sul mercato.



## - 2.2 Misure di credit enhancement

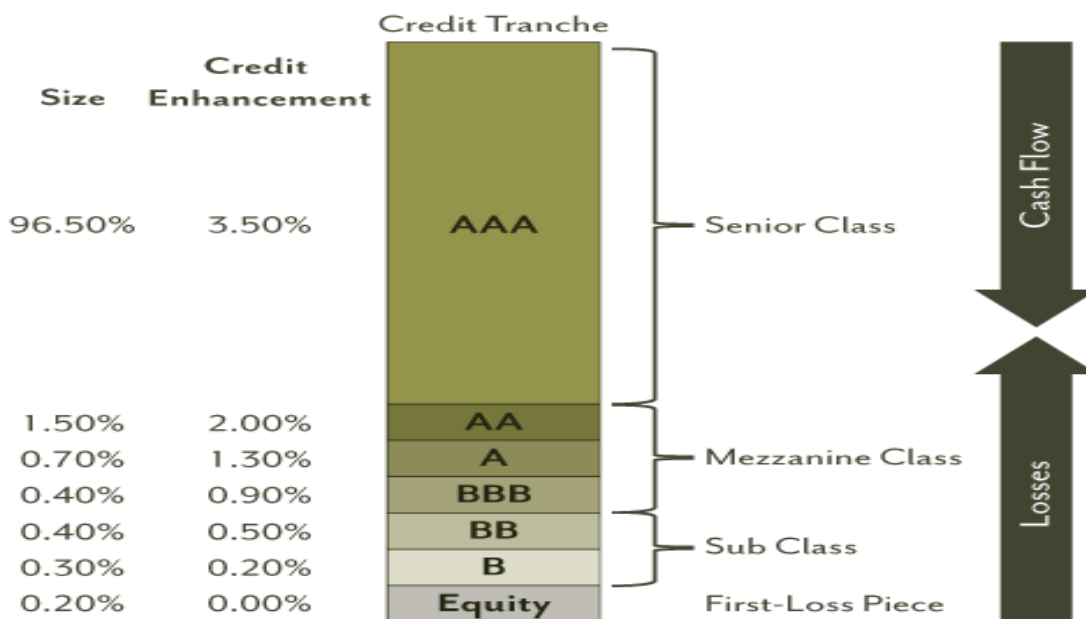
In un'operazione di cartolarizzazione i titoli obbligazionari emessi dalla SPV sono solitamente accompagnati da garanzie aggiuntive fornite da diversi operatori col fine di migliorare lo standing creditizio degli A.B.S. stessi. L'insieme di tali strumenti di garanzia rientra nella pratica nota sotto il nome di "credit enhancement". L'adozione di misure di questo tipo all'interno del processo di securitisation impedisce che le perdite all'interno del pool di crediti e mutui cartolarizzati vengano assorbite nella loro totalità dagli investitori. Inoltre attraverso un miglioramento del merito di credito dei titoli di debito emessi a seguito della cartolarizzazione, diminuisce di conseguenza anche il costo di finanziamento della stessa operazione. Nello scegliere le forme di supporto creditizio da accompagnare all'emissione degli A.B.S. , la banca dovrà quindi valutare la distribuzione del rischio allocato a terze parti esterne all'operazione ed il relativo costo derivante dall'assunzione dello stesso. Inoltre bisognerà tenere in

considerazione la quota restante di rischio di cui si fa carico l'originator al termine dell'operazione medesima, dal momento che può costituire un elemento d'influenza sul livello di qualità degli assets percepito dagli investitori. Infatti a causa dell'asimmetria informativa insita all'interno del processo stesso di securitisation, l'originator ha il vantaggio di conoscere l'effettiva rischiosità del pool di crediti, che gli permette di poter valutare con maggiore precisione la quota di rischio ideale che vuole detenere, inducendo i sottoscrittori degli A.B.S. ad avere una percezione di maggiore o minore garanzia.

Le forme di credit enhancement possono essere divise in due grandi categorie: quelle interne, in cui rientrano gli strumenti di garanzia messi a disposizione dall'originator, e quelle esterne, che fanno invece riferimento a tutte le modalità di garanzia prestate da terzi soggetti esterni all'operazione stessa. Nel primo gruppo rientrano:

- la **overcollateralization**, che si ha nel momento in cui l'originator cede un pool di crediti di valore superiore rispetto al valore totale dei titoli di debito emessi dalla SPV. In questo caso infatti la società veicolo potrà sfruttare eventuali eccedenze per far fronte a possibili perdite derivanti dalla riscossione dei crediti ceduti per ripagare i sottoscrittori degli A.B.S. Al termine dell'operazione, gli assets rimasti in surplus verranno riconsegnati all'originator;
- il **credit tranching**, che si riferisce a quel processo volto ad ottenere un'emissione diversificata di titoli A.B.S. attraverso una loro suddivisione in classi. Ognuna di queste presenta scadenze, rating e livello di rischio differente, permettendo quindi all'investitore di scegliere quella più adeguata ai suoi obiettivi di portafoglio e al suo profilo di rischio-rendimento. In particolare, a seguito di un'operazione di cartolarizzazione, possiamo distinguere tre diverse classi di titoli: la "senior", nella quale

rientrano gli A.B.S. caratterizzati dal massimo livello di rating; tale tranche ha il vantaggio di ricevere i flussi di cassa derivanti dal pool di crediti cartolarizzati in via prioritaria rispetto alle altre due classi. Abbiamo poi la "mezzanine", che rispetto alla "senior" si trova in posizione subordinata rispetto ai pagamenti dei cashflow. Infine vi è la classe "junior" o "equity", contraddistinta dal più alto grado di rischio, che sarà la prima ad assorbire le eventuali perdite derivanti dal portafoglio di attivi acquistati dalla SPV;



Fonte: [www.diamond-hill.com](http://www.diamond-hill.com)

- **l'excess spread**, che si sostanzia in un margine di sicurezza insito nella strutturazione stessa dell'operazione di cartolarizzazione, è dato dalla differenza tra i flussi di interesse del pool di crediti oggetto della securitisation e il pagamento delle cedole sui titoli emessi dalla SPV più le relative spese di struttura dell'operazione. Infatti nel momento in cui si procede con la strutturazione di una cartolarizzazione, l'originator deve fare in modo che il valore degli interessi prodotti dal portafoglio di assets cartolarizzati sia superiore alle spese sostenute per la costituzione e l'impostazione del processo di securitisation. Tali spese si sostanziano nelle

cedole che si dovranno corrispondere ai sottoscrittori dei titoli A.B.S. , più le varie fees che si pagheranno ai diversi soggetti che prendono parte all'operazione. La presenza dell'excess spread, quindi, garantisce una copertura agli investitori e agli altri individui coinvolti nel processo di cartolarizzazione nel caso in cui si verifichi un default o un mancato pagamento dei crediti cartolarizzati. L'eventuale parte residuale dell'excess spread che non verrà intaccata dal possibile assorbimento di perdite sarà destinata alla remunerazione della tranche "junior";

- la **cash collateralization**, grazie alla quale viene posta a garanzia dei flussi di cassa dei titoli A.B.S. una data quantità di denaro attraverso una cash reserve fornita dall'originator;
- i **performance triggers**, che sono costituiti da tutte quelle particolari circostanze, previste attraverso la presenza di una specifica clausola contrattuale, che fanno scattare misure di protezione ulteriori nei confronti degli investitori e dei partecipanti all'operazione di cartolarizzazione.

Tra le forme di credit enhancement esterne possiamo invece menzionare le lettere di credito, che si sostanziano nell'apertura di determinate linee di credito a favore della SPV da parte di intermediari esterni. Esse possono essere usate per garantire una copertura ulteriore agli investitori nel momento in cui non siano stati rispettati gli impegni di pagamento presi con questi ultimi. Altra forma esterna utilizzata è il ricorso ad una società assicurativa, che dietro il versamento di appositi premi può prestare una garanzia fideiussoria.

### *- 2.3 Il processo di rating nell'operazione di cartolarizzazione*

I modelli di rating adottati nei processi di cartolarizzazione hanno come obiettivo la valutazione dei seguenti elementi:

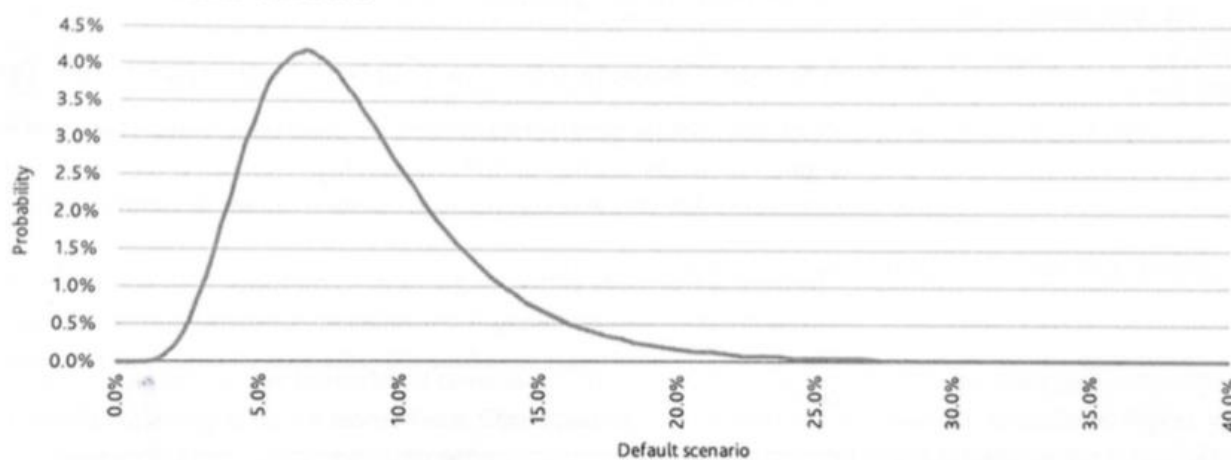
- la qualità creditizia del portafoglio (c.d. portfolio credit quality) di assets cartolarizzati;
- la struttura della transazione;
- il rischio legale, operativo, di controparte e di Paese legato all'operazione.

Nella valutazione della "portfolio credit quality" ci si focalizza sul profilo di rischio dei debitori, sulle caratteristiche del prestito, sulle previsioni macroeconomiche dell'ambiente e sulla performance storica delle pools di crediti con caratteristiche simili. Si analizzano poi le caratteristiche strutturali principali dell'operazione, come ad esempio l'allocazione dei cashflow tra i partecipanti, i vari trigger events e le diverse forme di credit enhancement utilizzate che possono avere un impatto sulla perdita attesa relativa a ciascuna tranche di titoli. Si valutano poi tutti i rischi di natura legale, operativa e connessi al Paese in cui avviene l'operazione di cartolarizzazione stessa.

Il processo di rating si compone quindi di una prima fase in cui viene stimata la probabilità attesa di default del pool di crediti oggetto della cartolarizzazione. Successivamente si calcola la variabilità del tasso di default per poi derivare la distribuzione di probabilità del pool di crediti che associa ad ogni scenario di default la relativa probabilità che questo si verifichi.

EXHIBIT 1

Probability Density Function of Log-Normal Distribution with Expected Defaults of 8.00% and Standard Deviation of 3.60%



Source: Moody's Investors Service

Si procede poi al calcolo dei "recovery rates" associati a ciascun credito insolvente, di modo che attraverso l'utilizzo congiunto di questi tassi e della distribuzione di probabilità dei tassi di default descritta in precedenza, si possa infine derivare la perdita attesa relativa a ciascun titolo oggetto di analisi. L'ultima fase del processo di rating compara l'expected loss appena calcolata con il benchmark di riferimento che associa ad ogni tasso di perdita attesa un determinato livello di rating.

#### ***- 2.4 Esempio pratico di una "waterfall" con i diversi partecipanti all'operazione di cartolarizzazione***

Nel processo di securitisation la c.d. waterfall o cascata dei pagamenti indica l'ordine di priorità con cui i diversi soggetti partecipanti all'operazione di cartolarizzazione percepiranno i flussi di cassa derivanti dal portafoglio di attivi ceduti dall'originator.

	Interest Available Funds
<b>Collections 25/12/2017</b>	4.459.121,37 €
<b>Collections 25/01/2018</b>	4.543.971,71 €
<b>Collections 25/02/2018</b>	4.631.468,38 €
<b>Available Funds</b>	<b>13.634.561,46 €</b>
<b>Issuer</b>	-6.363,18 €
<b>RoN</b>	
<b>Replenishment of the Expenses Account</b>	-30.812,31 €
<b>Agent Bank</b>	
<b>Computation Agent</b>	-6.893,00 €
<b>Corporate Service Provider</b>	-5.954,00 €
<b>Servicer</b>	-102.639,81 €
<b>Account Bank</b>	-41.036,79 €
<b>Principal Paying Agent</b>	-2.187,50 €
<b>Expenses Account Bank</b>	-4.880,00 €
<b>Interest Class A2 Notes</b>	-622.800,00 €
<b>Interest Class B Notes</b>	-133.087,50 €
<b>Interest Class C Notes</b>	-20.421,50 €
<b>PDL</b>	-309.331,25 €
<b>Junior notes remuneration</b>	-12.348.154,62 €
<b>Total Payments</b>	<b>-13.634.561,46 €</b>

Fonte: propria

In particolare la tabella excel sopra riportata ci fornisce un esempio pratico di cascata dei pagamenti. Sotto la voce "Available funds" troviamo gli interessi riscossi dal pool di crediti oggetto della cartolarizzazione che serviranno per pagare le cedole dei sottoscrittori degli A.B.S. (c.d. costi di finanziamento) e i diversi costi di struttura. Tali interessi -13.634.561,46- sono stati riscossi rispettivamente in data 25/12/17, 25/01/18 e 25/02/18. Nell'esempio seguente sono state emesse tre classi di titoli: le A2 notes, che come possiamo notare, essendo le prime nell'ordine di priorità dei pagamenti, corrispondono alla classe "senior". Successivamente abbiamo le B e C notes che appartengono alla tranche "mezzanine", ed infine le "junior" notes, la classe più rischiosa di tutte, che presenta una remunerazione degli interessi che viene calcolata per via residuale una volta che dall'excess spread sono stati sottratti tutti i relativi costi (di struttura e finanziamento) e le eventuali perdite derivanti da crediti in stato di insolvenza. L'acronimo PDL sta per "principal deficiency ledger" ed indica le svalutazioni che si ripercuotono sul valore nominale dei titoli A.B.S, dovuti a mancati



pagamenti da parte dei debitori del pool di crediti cartolarizzati. Come si può notare dal grafico, la PDL rientra all'interno dei possibili costi a cui si può andare incontro in un'operazione di securitisation. In questo caso sarà dunque compito dell'excess spread quello di reintegrare la seguente perdita dovuta ad inadempienze dei debitori.

Dalla tabella si può osservare la molteplicità di soggetti che prendono parte all'intero processo di cartolarizzazione, oltre ovviamente all'originator:

- l'issuer, che coincide con lo special-purpose vehicle a cui è affidato il compito di effettuare l'emissione dei titoli A.B.S. che saranno poi collocati sul mercato e sottoscritti dagli investitori;
- il representative of noteholder (RoN), che corrisponde al rappresentante degli obbligazionisti e ha quindi il compito di salvaguardare e tutelare i loro interessi;
- il computation agent, ovvero il soggetto che predispone tutti i calcoli relativi ai pagamenti che la società veicolo deve effettuare;
- il corporate service provider, che si occupa delle attività contabili, fiscali e societarie del veicolo scelto; provvede inoltre alle segnalazioni semestrali di vigilanza;
- il servicer, che costituisce una delle figure più importanti dell'intera operazione. Esso infatti, che tipicamente coincide con l'originator nel momento in cui si decide di non esternalizzare tale attività, ha il compito di garantire il servizio di gestione degli incassi e dell'eventuale recupero relativi ai crediti e mutui ceduti al veicolo. Inoltre la struttura dell'operazione può prevedere la nomina di un back-up servicer, in modo

da assicurare la continuità del servizio anche in caso di default del servicer stesso;

- il principal paying agent, che movimentata i conti correnti intestati al veicolo, dietro istruzione del computation agent.

Dalla waterfall presa in esame possiamo dunque vedere come l'issuer sia il primo soggetto a dover essere pagato secondo l'ordine di priorità rappresentato, arrivando poi fino ai detentori delle "junior" notes, che sono gli ultimi soggetti a ricevere i flussi di cassa derivanti dal pool di crediti cartolarizzati.

### ***- 2.5 Ragioni e motivazioni dietro ad un'operazione di cartolarizzazione***

L'originator che decide di effettuare un'operazione di cartolarizzazione può essere spinto da diversi obiettivi:

- 1) l'utilizzo di una via alternativa per ottenere nuova liquidità rispetto alle tradizionali forme di finanziamento. Infatti mediante la securitisation una banca è in grado di ottenere una maggiore diversificazione delle fonti di raccolta. Ovviamente il costo dell'attività di funding sarà tanto più basso quanto migliore sarà il rating medio assegnato al portafoglio di crediti cartolarizzati rispetto a quello della banca cedente. Inoltre nel momento in cui l'originator decida di effettuare un'auto-cartolarizzazione, attraverso un'operazione di rifinanziamento principale, potrà godere di costi di raccolta contenuti;
- 2) una ristrutturazione dell'attivo finalizzata a obiettivi di razionalizzazione della struttura patrimoniale. Una banca potrebbe infatti voler riequilibrare il mismatching esistente tra assets di medio-lungo termine e passività correnti cercando di ottenere nuova ed extra liquidità a seguito della cartolarizzazione;

- 3) effettuare una gestione attiva del rischio (c.d. risk management). La cartolarizzazione può infatti essere identificata come uno strumento di "credit risk transfer", nel momento in cui l'originator decida di ricercare una nuova allocazione del rischio di credito derivante dal portafoglio di assets che decide di cartolarizzare;
- 4) il risparmio di capitale regolamentare (capital relief): infatti attraverso la cartolarizzazione di attivi non performing, la banca può ridurre il proprio grado di rischio (c.d. derecognition) cedendo tali assets alla SPV e reimpiegando la nuova liquidità ottenuta in attività meno rischiose;
- 5) il miglioramento della performance della banca attraverso la modifica di alcuni indici di bilancio che influiscono sulla redditività della stessa. Infatti la liquidità ricevuta dall'originator a fronte della cessione del portafoglio di crediti cartolarizzati può essere reinvestita in attività più remunerative rispetto a quelle precedentemente alienate alla società veicolo.

#### ***- 2.6 Struttura e fasi di un'operazione di securitisation di crediti non-performing***

La strutturazione di un'operazione di cartolarizzazione avente ad oggetto crediti non-performing si compone di cinque fasi ben precise:

1. l'identificazione del c.d. loan data tape, ovvero il documento che racchiude tutte le informazioni inerenti il pool di crediti da cartolarizzare e sui suoi relativi debitori;
2. il processo di data remediation, volto a favorire la costituzione di un loan data tape attendibile, effettuando un lavoro di due diligence sui crediti che rientreranno nel perimetro del portafoglio da cartolarizzare;
3. configurazione del business plan attraverso cui si prevedono le riscossioni dei flussi di cassa derivanti dai crediti deteriorati;

4. l'analisi del portafoglio di non-performing oggetto di cessione, andando nello specifico a valutare l'impatto, in termini di performance, che una cartolarizzazione dello stesso avrà sul bilancio dell'originator;
5. invio del business plan alle agenzie di rating che dovranno poi valutare gli asset-backed securities emessi dal veicolo a seguito dell'acquisto del pool di crediti.

Il loan data tape, nello specifico, è il database informativo che contiene i dati relativi ai debitori e ai crediti oggetto della cartolarizzazione. Durante questa prima fase, viene individuato il corrispondente loan data tape su cui successivamente si esegue un'attività di arricchimento informativo volta ad aggiornare e ad identificare i potenziali errori presenti all'interno del database in questione. Questo può contenere informazioni inerenti le posizioni debitorie degli obbligati, come ad esempio dati relativi allo stato dell'impresa e alla tipologia delle eventuali procedure concorsuali, ai collateral a garanzia dei c.d. secured loans o alla patrimonializzazione di debitori e garanti. In seguito si elabora un business plan, che consiste nella rappresentazione dei flussi di cassa previsionali derivanti dai crediti non-performing che sono stati oggetto di cessione da parte dell'originator. La redazione di questo documento costituisce una fase fondamentale dell'intero processo, dal momento che delinea i tempi di recupero e le modalità attraverso cui il servicer gestirà il recupero dei cash flow provenienti dai crediti deteriorati, che dovranno poi rimborsare i sottoscrittori degli A.B.S. Contestualmente all'individuazione del loan data tape, si esegue poi l'attività di data remediation sul pool di crediti ceduti dall'originator. Questa consiste nell'insieme delle azioni necessarie a popolare e completare i database proprietari (c.d. loan data tape) relativi ai portafogli di crediti NPLs oggetto di valutazione ed eventuale cessione. Si identifica così il perimetro che descrive la grandezza del portafoglio complessivo che sarà oggetto di cartolarizzazione, di modo che si possa svolgere un'analisi dello stesso. In questa fase gli arrangers dell'operazione effettueranno, tramite l'ausilio di modelli statistico-matematici, analisi di tipo

meramente quantitativo sul pool di crediti che verranno ceduti, di modo che si possano anticipare e prevedere gli eventuali impatti negativi che il trasferimento di crediti deteriorati causa sul conto economico dell'originator. Ricordiamo, infatti, che a seguito di un'operazione di cartolarizzazione di NPLs, la banca cedente necessariamente incorrerà in perdite che impatteranno di conseguenza sul suo bilancio d'esercizio, dal momento che i crediti in questione verranno trasferiti alla SPV per un valore di gran lunga inferiore al relativo Gross Book Value con cui sono stati inizialmente iscritti nello stato patrimoniale. Attraverso l'analisi di portafoglio, si prevedono dunque i possibili scenari in cui la banca potrebbe incorrere a seguito dell'avvenuta cessione del portafoglio di crediti, studiando quindi effettivamente la reale fattibilità dell'operazione e le sue conseguenze. Dall'esito positivo dell'analisi si passa poi all'invio della relativa documentazione alle agenzie di rating incaricate di valutare i titoli A.B.S. emessi a seguito dell'operazione. In particolare, l'analisi effettuata dalle agenzie di rating sulle transazioni di NPLs segue fondamentalmente la metodologia che viene utilizzata dalle stesse per valutare il profilo di rischio del tipo di asset sottostante (es. commercial mortgage loans, residential mortgage loans ecc...). Il giudizio di rating sarà dunque in funzione:

- delle caratteristiche generali del portafoglio, distinguendo tra "secured" loan o "unsecured" loan, a seconda del fatto che sia presente o meno una garanzia, in base al tipo di debitore (corporate vs retail), alla locazione geografica e al tipo di proprietà posta a garanzia ecc.;
- delle capacità, abilità e conoscenze del servicer o "asset manager", che si occuperà della redazione del business plan e dell'effettiva gestione e recupero degli incassi derivanti dai crediti deteriorati;
- della struttura dell'operazione, evidenziando l'importanza dei cashflow e della relativa waterfall che detterà l'ordine di priorità in cui verranno effettuati i pagamenti agli investitori;

Dopo l'ottenimento del giudizio di rating sulle tranche "senior" e "mezzanine" avverrà l'emissione dei titoli e la loro contestuale sottoscrizione da parte degli investitori. Bisogna rammentare però, che per quanto concerne la vendita dei titoli "mezzanine" e "junior", l'originator è obbligato ad acquistare almeno il 5% di ciascuna delle suddette tranche (c.d. retention rule), di modo che mantenga un livello minimo di interesse economico nell'operazione posta in essere.

### **- 2.7 La "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" (c.d. GACS)**

Il Governo italiano, attraverso il decreto legge n. 18 del 14 Febbraio 2016, convertito con modificazioni in Legge n. 49 l'8 Aprile 2016, ha introdotto un nuovo strumento per favorire lo smobilizzo dei crediti deteriorati detenuti dalle banche italiane, noto come "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze". La normativa GACS si configura come un schema di garanzia statale a favore delle obbligazioni di tranche "senior" emesse a seguito di un processo di cartolarizzazione avente ad oggetto non-performing loans. Nello specifico, il Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) potrà concedere la GACS sulle passività emesse a seguito di operazioni di securitisation a patto che gli assets sottostanti rispettino le seguenti condizioni:

- i crediti pecuniari devono essere classificati come sofferenze
- devono essere oggetto di cessione da parte di banche aventi sede legale in Italia

Affinché l'emissione della tranche senior dei titoli A.B.S. possa godere della garanzia statale, l'operazione di cartolarizzazione deve poi puntualmente rispettare nella sua struttura i suddetti requisiti:

1. lo special-purpose vehicle scelto dovrà emettere almeno due classi di titoli, "senior" e "junior", dove i primi saranno collocati in una posizione prioritaria nella cascata dei pagamenti (c.d. waterfall) rispetto ai secondi;
2. i titoli "senior" per poter beneficiare della GACS dovranno ricevere un giudizio di rating uguale o superiore all'investment grade; tale valutazione dovrà essere effettuata da un'agenzia di rating indipendente che deve appartenere alla lista delle agenzie accettate dalla BCE (c.d. External Credit Assessment Institution);
3. dovrà essere scelto come servicer dell'operazione un soggetto esterno ed indipendente, che dunque non coincida con l'originator o non appartenga al suo stesso gruppo bancario;

A determinare l'efficacia della garanzia è necessario che la banca originator abbia ceduto a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei titoli junior e che tale ammontare consenta la derecognition dei crediti cartolarizzati.

La GACS costituisce una forma di garanzia incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta, che copre i pagamenti dovuti per capitale ed interessi derivanti dai titoli "senior" per l'intera durata della loro vita. Inoltre tramite la concessione della GACS, assistiamo ad una diminuzione delle cedole pagate sui titoli "senior", dal momento che essi presentano una componente di rischio inferiore. La garanzia statale però è concessa dietro il versamento di un corrispettivo a favore dello Stato, una sorta di premio che viene addebitato ai flussi di cassa generati dal portafoglio di crediti cartolarizzati (che quindi incide sull'excess spread). Infatti grazie a questa tipologia di pagamento si evita che la garanzia del Governo sulla tranche "senior" si configuri come un aiuto statale di stampo anti-concorrenziale. In particolare la normativa stabilisce che il corrispettivo di garanzia sia calcolato sul valore residuo dei titoli senior all'inizio del periodo di pagamento degli interessi, facendo

riferimento a 3 panieri di credit default swap costituiti da emittenti italiani. I panieri di CDS sono costituiti dalle seguenti aziende:

- Primo paniere: UBI banca spa, Unicredit spa, Intesa Sanpaolo spa, Acea spa, Telecom Italia spa, Leonardo spa, Mediobanca spa;
- Secondo paniere: UBI banca spa, Mediobanca spa, Unicredit spa, Intesa Sanpaolo spa, Assicurazioni Generali spa, Enel spa, Acea spa, Atlantia spa;
- Terzo paniere: Unicredit spa, Intesa Sanpaolo spa, Assicurazioni Generali spa, Enel spa, Acea spa, Eni spa, Atlantia spa.

Nello specifico verranno presi come riferimento:

- i prezzi dei CDS del Primo paniere quando il rating dei titoli "senior" è pari a: BBB-/Baa3/BBB-/BBB L;
- i prezzi dei CDS del Secondo paniere quando il rating dei titoli "senior" è pari a: BBB/Baa2/BBB/BBB;
- i prezzi dei CDS del Terzo paniere quando il rating dei titoli "senior" è pari a: BBB+/Baa1/BBB+/BBB H.

Una volta che si è stabilito il paniere di CDS da utilizzare, il corrispettivo annuo da versare per ottenere la garanzia statale sarà pari:

- per i primi tre anni, alla media semplice dei prezzi dei singoli CDS a tre anni nel paniere CDS di riferimento;
- per i successivi due anni, alla media semplice dei prezzi dei singoli CDS a cinque anni inclusi nel paniere CDS di riferimento;
- per gli anni successivi, alla media semplice dei prezzi dei singoli CDS a sette anni inclusi nel paniere CDS di riferimento.



I corrispettivi in questione andranno ad alimentare il Fondo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze, istituito dal MEF durante l'introduzione della GACS. Tale fondo, la cui gestione è stata affidata alla Concessionaria Servizi Assicurativi Pubblici spa (CONSAP), è stato creato nel 2016, attribuendogli una dotazione iniziale di 120 milioni di euro.

### ***- 2.8 Proroga e cambiamenti nello schema di "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze"***

Il totale delle cartolarizzazioni che hanno beneficiato della GACS, dal 2016 ad oggi, è pari a 21, di cui 14 concluse solamente nel 2018. Nello specifico, attraverso lo schema di garanzia statale, le banche italiane sono riuscite ad alleggerire i propri bilanci per un controvalore lordo di 62 miliardi di euro di crediti deteriorati. Dato il successo risultante dall'introduzione della GACS, il Consiglio dei Ministri, a Marzo 2019, ha approvato il Decreto legge sul rinnovo della garanzia statale, che così è stata prorogata per altri 24 mesi. Il nuovo schema di garanzia, frutto del lavoro del Ministero dell'Economia concordatamente con le autorità dell'UE, prevede però una disciplina più rigida rispetto alla precedente. In particolare i cambiamenti attuati si articolano su due livelli fondamentali:

- sul piano dei costi, per quanto riguarda il pagamento del premio sulla garanzia. Infatti quest'ultimo risulta più caro rispetto a prima perché sconta l'effetto del Rischio-Paese. Questo è dato dal fatto che, nel momento in cui sono stati stabiliti i nuovi panieri di CDS a cui dovrà essere ancorato il valore del corrispettivo da pagare per l'ottenimento della GACS, lo spread BTP-Bund era 140 punti base sopra i livelli del 2016; inoltre anche l'evoluzione del prezzo da versare al MEF sarà legato a maggiorazioni percentuali più consistenti col trascorrere del tempo;

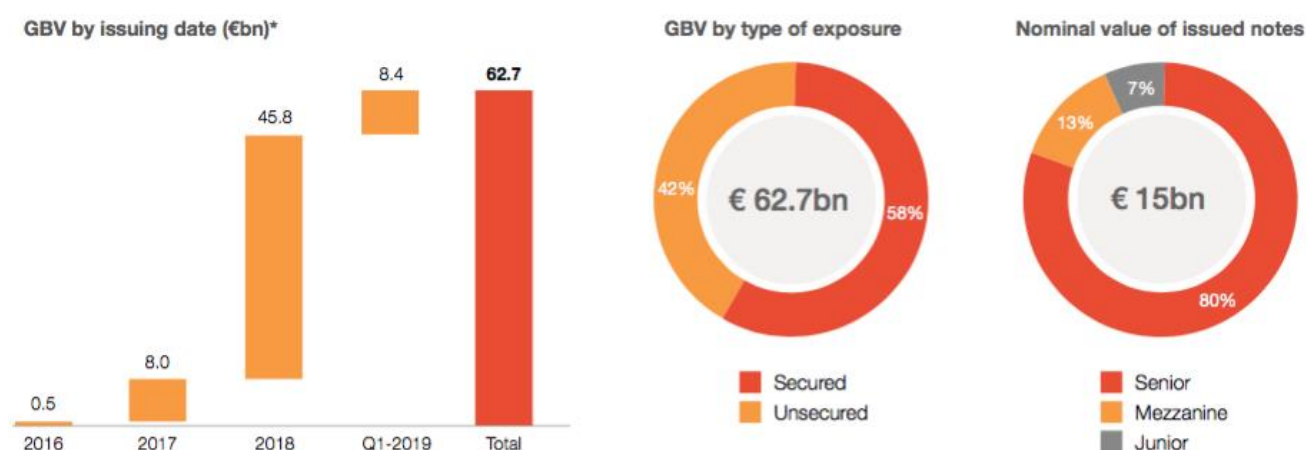
- sul piano del rating, per quanto concerne il livello minimo che la tranche "senior" deve detenere per poter accedere all'iter finalizzato all'ottenimento della GACS. Difatti alla classe di A.B.S. non basterà più la soglia dell' "investment grade", ma dovrà essere accompagnata da un giudizio di rating almeno pari alla tripla B.

Nello specifico, i nuovi panieri stabiliti dal MEF sono:

- Primo paniere: UBI Banca Spa, Mediobanca Spa, Unicredit Spa, Intesa San Paolo Spa, Assicurazioni Generali Spa, Enel Spa, Acea Spa ed Atlantia Spa; questo verrà utilizzato se il rating dei Titoli senior sarà BBB/Baa2/BBB/BBB.
- Secondo paniere: Mediobanca Spa, Unicredit Spa, Intesa San Paolo Spa ed Assicurazioni Generali Spa; questo verrà utilizzato se il rating dei Titoli senior sarà BBB+/Baa1/BBB+/BBB H.
- Terzo paniere: Assicurazioni Generali Spa, Eni Spa ed Enel Spa; questo verrà utilizzato se il rating dei Titoli senior sarà A-/A3/A-/A L.

Attraverso l'ultimo report redatto dalla società di consulenza Price Waterhouse, intitolato "The Italian NPL Market: assembling the puzzle", si può osservare da una prospettiva puramente quantitativa quali sono stati gli impatti della GACS sulle cartolarizzazioni di non-performing loans che ne hanno beneficiato.

Chart 18: Key features of NPE portfolios subject to securitisation with GACS



Note: "Secured" means securities backed by first-lien and junior-lien guarantees on real estate assets; (\*) Issue date is different from the closing date

Fonte: "The Italian NPL Market: assembling the puzzle", Price Waterhouse

Il grafico soprastante, nel dettaglio, sintetizza il livello di sfruttamento ed impiego dello schema di garanzia statale del MEF sulla totalità delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs effettuate a partire dal 2016. Il primo anno (2016) presenta un utilizzo della GACS molto circoscritto, dal momento che coincide con l'anno della sua introduzione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze. In particolare, la "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" è stata richiesta solo per un unico portafoglio di crediti deteriorati, dal Gross Book Value di 480 milioni di euro. Questa è stata la prima operazione di cartolarizzazione ad usufruire della GACS, che come si è detto in precedenza, è avvenuta grazie alla Banca Popolare di Bari. Il secondo anno, il 2017, si caratterizza invece per un notevole aumento della richiesta da parte delle banche per la garanzia statale sulla tranche "senior" di A.B.S. garantiti da crediti in sofferenza. Infatti, dopo che la Popolare di Bari ha tracciato il primo solco lungo l'iter burocratico per ottenere la GACS, gli altri istituti bancari hanno incominciato ad interessarsi all'introduzione di questo nuovo strumento, che nel 2017 è stato richiesto su un totale di crediti deteriorati dal Gross Book Value complessivo di 8 miliardi di euro circa. E' il 2018, però, a consacrare la grande diffusione della GACS all'interno delle operazioni di cartolarizzazione di crediti non-performing. Le banche italiane,

difatti, stanno continuando, sotto la pressione della Banca Centrale Europea, ad attuare il processo di smaltimento degli NPLs per diminuire l'eccessivo grado di esposizioni deteriorate sul totale dei crediti erogati. Nello specifico, il 2018 è stato caratterizzato dalla richiesta e dalla successiva approvazione della garanzia statale su un pool di crediti dal GBV totale di 46 miliardi di euro circa. Questo è anche l'anno in cui avvengono in Italia il maggior numero di operazioni di cessione di NPLs, a testimonianza del fatto che il mercato secondario italiano dei crediti deteriorati, dopo una prima fase di stallo e successiva evoluzione, ha raggiunto una fase di maturità, caratterizzata dal consolidamento delle posizioni competitive dei diversi players appartenenti al mercato. Il 2019, invece, presenta un primo trimestre contraddistinto dalle cessioni di NPLs per un portafoglio complessivo di 8,4 miliardi di euro su cui è stato richiesto lo schema di garanzia statale. A tal proposito è interessante citare un report dell'agenzia di rating tedesca Scope, dal titolo "Renewed GACS scheme will reduce Italian NPL ABS issuance", che prevede l'imminente possibilità per il 2019 di una riduzione dell'emissione di titoli A.B.S. assistiti dalla GACS. Infatti Scope si aspetta che il portafoglio totale di crediti deteriorati che richiederanno ed otterranno la garanzia del MEF sarà pari all'incirca a 25 miliardi di euro, inclusi gli 8,4 già cartolarizzati. Si nota immediatamente come questo sia un valore nettamente inferiore ai 45 miliardi di euro di non-performing loans che hanno beneficiato della garanzia statale nel 2018; una riduzione, che secondo l'agenzia di rating Scope, può essere spiegata attraverso tre eventi principali: la diminuzione dell'ammontare di NPLs che è possibile smaltire, che si è ridotto grazie alla massiccia dismissione messa in atto dagli istituti bancari italiani nel 2018; il forte calo di afflussi di nuovi crediti deteriorati che si sommano allo stock già esistente di NPLs del sistema bancario italiano. Sembra infatti che tale afflusso sia tornato a quello presente nel periodo pre-crisi; ed infine, l'ultimo elemento che secondo Scope causerà un minor ricorso alla GACS, è stato proprio il nuovo decreto con il quale il Ministero dell'Economia e delle finanze ha rinnovato lo schema di garanzia statale. La

vigente normativa, infatti, contiene una serie di restrizioni e maggiori onerosità (citate in precedenza) che rendono più complesso l'accesso delle banche all'iter per l'ottenimento della GACS sugli A.B.S. emessi a seguito della cartolarizzazione di NPLs, riducendo l'attrattività e il grado di convenienza derivante dall'utilizzo dello strumento di garanzia.

Possiamo dunque concludere, che nel complesso, l'Italia sia ormai giunta ad una delle fasi finali del percorso intrapreso per lo smaltimento dei crediti in sofferenza detenuti in bilancio dagli istituti bancari. Ora però, l'attenzione degli intermediari si sta progressivamente spostando verso un'altra tipologia di crediti deteriorati: le inadempienze probabili o le c.d. "unlikely to pay". Queste, infatti, come già menzionato in precedenza, costituiscono la parte maggiore dello stock di NPLs delle banche italiane al netto degli accantonamenti effettuati. E' ancora difficile prevedere quale sarà l'evoluzione del fenomeno, ma bisogna comunque tener presente la sostanziale differenza intercorrente tra le due tipologie di NPLs: gli UTPs, infatti, diversamente dai crediti in sofferenza (c.d. Bad loans), presentano un carattere di gestione altamente specialistico che richiede alle banche la conoscenza di specifiche competenze. Mentre i Bad loans costituiscono una certezza per le banche, dal momento che il debitore è ormai insolvente, le inadempienze probabili sono caratterizzate da una crisi temporanea delle controparti, che però un domani potrebbero tornare in salute e trasformare di nuovo in bonis il rapporto creditorio. L'Italia, dunque, dovrà essere in grado non solo di portare avanti il processo di smaltimento dei crediti in sofferenza, fenomeno ormai giunto ad una fase conclusiva, ma anche di risolvere il nuovo problema delle inadempienze probabili, che potrebbero costituire un'altra forte minaccia allo stato di salute delle banche italiane.

## **CAPITOLO 3 – Gli effetti dell'utilizzo delle GACS nel mercato italiano: evidenze empiriche**

### ***- Premessa***

In questo terzo e conclusivo capitolo si cercherà di osservare quali sono stati gli effetti derivanti dall'introduzione della "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" nel panorama italiano. In particolare, si analizzeranno quelle che sono state fino ad oggi le operazioni di cartolarizzazione che hanno beneficiato della GACS, cercando di approfondire, da una prospettiva analitica, le conseguenze che lo schema di garanzia statale ha comportato nel mercato italiano delle cartolarizzazioni di crediti non performing. E' indubbio, infatti, che attraverso questo nuovo strumento, si sia agevolato il processo di smaltimento degli NPLs detenuti dal sistema bancario italiano. Ma quali sono stati i vantaggi apportati dalle tranche "senior" che hanno beneficiato dello schema di garanzia del Mef? In questo ultimo capitolo, proveremo dunque a rispondere a questo quesito, cercando di individuare, qualora vi siano, le possibili correlazioni tra le diverse variabili che entrano in gioco nel processo di cartolarizzazione ed emissione di A.B.S., traendone le dovute conclusioni.

Da quando è stato introdotto il Decreto legge GACS il 14 Febbraio 2016, fino ad oggi, sono state compiute 21 operazioni di cartolarizzazione che, dopo aver fatto richiesta per ottenere la garanzia statale sulla tranche senior emessa dalla SPV, hanno ottenuto la concessione. Nel dettaglio, il 2016 è stato inaugurato con la prima securitisation della Popolare di Bari, seguita poi da altre 4 operazioni nel 2017, 14 cartolarizzazioni nel 2018 ed infine le ultime 2 del 2019 attuate rispettivamente da BNL tramite il veicolo Juno2 e da Banco BPM assistito dallo special-purpose vehicle Leviticus. Nonostante l'elevato grado di personalizzazione che caratterizza tutte queste operazioni di finanza strutturata, è possibile procedere con un'analisi quantitativa provando ad individuare le

caratteristiche comuni che legano le seguenti cartolarizzazioni, cercando di capire le relazioni che intercorrono tra le diverse variabili che entrano in gioco nel processo di securitisation. Tale tipo di operazione, infatti, come abbiamo già menzionato nel capitolo 1, viene attuata dagli intermediari finanziari per il perseguimento di un ampio spettro di obiettivi, che possono cambiare a seconda delle esigenze e della natura stessa dell'originator. L'insita complessità nel processo di securitisation, permette quindi la strutturazione di operazioni finanziarie tailor-made, di modo che queste possano rispondere ai diversi obiettivi prefissati dagli intermediari. A primo impatto, dunque, appare insensato analizzare una moltitudine di cartolarizzazioni - 21 per l'appunto - che differiscono per l'elevato grado di personalizzazione che caratterizza ciascuna operazione. Non bisogna però dimenticare, che esse sono state attuate dalle banche italiane per il perseguimento di un unico obiettivo comune a tutte loro: la dismissione e lo smaltimento dell'elevato numero di crediti deteriorati accumulati all'interno dei loro bilanci.

### ***- 3.1 La prima GACS delle banche italiane***

La prima operazione di cartolarizzazione di NPLs con beneficio della GACS è avvenuta in Italia nel 2016. Ad usufruire per prima di questa garanzia è stata la Banca Popolare di Bari, che ha ceduto un portafoglio di crediti deteriorati pari all'incirca a 480 milioni di euro. Il prezzo di vendita si è aggirato intorno al 30% del Gross Book Value (c.d. GBV), che è dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri stimati lungo la vita del credito, dove il tasso di attualizzazione utilizzato coincide con il tasso d'interesse effettivo originario del credito stesso. Il GBV quindi può essere considerato come il valore nominale di un prestito al lordo delle rettifiche di valore. Come evidenziato nello studio di Banca d'Italia ("Quanto valgono i crediti deteriorati?", Banca d'Italia, 2016), vi è un'importante differenza tra "... il valore al quale le sofferenze sono iscritte nei bilanci delle banche e quello che operatori di mercato specializzati sarebbero disposti a offrire per

*acquistarle*", e tale differenziale può essere interamente ricondotto *"...ai diversi criteri di valutazione impiegati a fini di bilancio rispetto a quelli utilizzati dagli investitori per la determinazione dei prezzi di acquisto"*. L'utilizzo e lo sfruttamento della "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" da parte della Popolare di Bari, ha quindi permesso di ridurre l'onerosità dell'operazione derivante dall'eccessiva rischiosità insita nei crediti deteriorati oggetto di cartolarizzazione. Da un lato, infatti, ha permesso alla banca di trasferire gli NPLs ad un valore di cessione sicuramente più alto, e dall'altro è venuto incontro alle esigenze degli investitori, che per chiedere dei rendimenti inferiori sulle tranche sottoscritte, necessitavano di un minor rischio derivante dalla garanzia statale. La GACS infatti è riuscita a ridurre il differenziale bid-ask price, ovverosia quello risultante tra il prezzo di vendita richiesto dalla banca e quello offerto dal potenziale investitore. Ad oggi si stima che i valori di cessione dei crediti che beneficiano della "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" siano più alti del 30% rispetto ad una vendita diretta (Fonte: Il Sole 24 ORE). L'operazione della Popolare di Bari, nello specifico, è stata affidata alla SPV Popolare di Bari NPLs 2016 Srl, che ha provveduto all'emissione di tre classi di titoli:

- una tranche "senior", dal valore di 126,5 milioni di euro, pari all'incirca al 26% del GBV. La suddetta classe, dotata di un rating BBB(high), ha potuto godere per l'appunto della GACS, e garantisce ai sottoscrittori una cedola indicizzata all' Euribor 6M più 50 punti base;
- una tranche "mezzanine", dal valore di 14 milioni di euro, a cui è stato assegnato un rating B(high), e che prevede una cedola indicizzata all'Euribor 6M più 600 punti base;
- infine una tranche "equity", dal valore di circa 10 milioni di euro, priva di rating, la cui remunerazione è legata all'andamento dell'Euribor 6M più 1500 basis points.



I titoli sono stati inizialmente sottoscritti per intero dalla banca, che ha poi provveduto, coadiuvata dall'arranger J.P. Morgan, al successivo collocamento sul mercato nel momento in cui è terminato il processo volto ad ottenere la GACS sulla tranche "senior" emessa a seguito dell'operazione di cartolarizzazione.

Di seguito è riportato uno schema esemplificativo della suddetta operazione, che riassume le caratteristiche chiave della stessa.

<b>Società Veicolo</b>	<b>Popolare Bari NPLs 2016 Srl</b>
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)

Fonte: Banca Popolare di Bari

### **- 3.2 Le cartolarizzazioni con GACS del 2017**

Tra le diverse transazioni di crediti deteriorati avvenute in Italia nel 2017, quattro di queste sono state cartolarizzazioni che hanno usufruito della "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze". Nello specifico, le banche che hanno preso parte a queste operazioni sono state:

- Banca Carige, che ha cartolarizzato un pool di crediti deteriorati dal Gross Book Value di 938 milioni di euro, cedendoli alla SPV Brisca

Securitization Srl ad un valore pari al 33% circa del GBV. Il veicolo ha provveduto all'emissione di tre classi di titoli: le "senior" notes, con un valore pari a 267,4 milioni di euro, che hanno beneficiato della GACS, la classe B notes, ovverosia la "mezzanine", pari a 30,5 milioni, ed infine la tranche "junior" dal valore di 11,8 milioni di euro;

- Credito Valtellinese, che si è impegnata in un'operazione di cartolarizzazione che ha visto la cessione di un portafoglio di crediti dal GBV di 1,4 miliardi di euro. Il veicolo scelto, Elrond NPL 2017 Srl, si è occupato dell'emissione dei titoli, divisi in 3 classi: le A notes, corrispondenti alle "senior", con una size di 464 milioni di euro, le B notes, ovvero la tranche "mezzanine" pari a 42,5 milioni, ed infine la "junior" di 20 milioni di euro. Le A notes, che erano caratterizzate da una c.d. tranche thickness dell'88% circa, hanno ottenuto la GACS;
- Banca Popolare di Bari, che insieme alla controllata Cassa di Risparmio di Orvieto, ha ceduto un pool di crediti pari a 320 milioni di euro (GBV). Un'operazione di dimensioni sicuramente minori rispetto alle precedenti, che ha visto la "class A notes", pari a 80,9 milioni di euro, ottenere la GACS;
- Unicredit Spa, che ha effettuato una delle operazioni di cartolarizzazione più importanti mai avvenute in Italia relativamente alla dimensione del portafoglio di crediti ceduti. Il Gross Book Value del pool di NPLs è stato pari a 17,7 miliardi di euro, che sono stati trasferiti ai veicoli coinvolti nell'operazione ad un valore medio pari al 13% del corrispondente GBV.

Quest'ultima operazione, nota sotto il nome di "Progetto FINO", è stata annunciata dopo che Unicredit è riuscita a stringere un accordo con FORTRESS

e PIMCO, che hanno assunto il ruolo di investitori all'interno dell'operazione. Il "Progetto FINO" è stato strutturato in due fasi principali:

- la c.d. Fase 1, completata a Luglio 2017, che ha comportato la cessione del portafoglio di NPLs ai tre veicoli coinvolti: Fino 1 securitization Srl, Fino 2 securitization Srl e Onif Srl. Sono state previste nello specifico quattro classi di titoli, ciascuna delle quali è stata sottoscritta da Unicredit per il 49,9%, mentre il restante 50,1% è stato collocato presso terzi investitori (FORTRESS e PIMCO). Questa prima parte dell'operazione si è poi ufficialmente chiusa nel momento in cui si sono realizzate le condizioni richieste dallo IAS 39 per l'applicazione della cancellazione (c.d. derecognition) dallo stato patrimoniale della banca dei crediti rientranti nel portafoglio FINO;
- la c.d. Fase 2, che invece è stata caratterizzata dall'ottenimento della GACS per i titoli di tranche "senior" emessi a seguito dell'operazione. Inoltre Unicredit ha proceduto con la riduzione della propria quota di titoli A.B.S. sottoscritti, passando dal 49,9% a meno del 20%. Successivamente la banca si è occupata di notificare alla BCE l'avvenuto successo del "Progetto FINO", di modo che quest'ultima potesse riconoscerle il "Significant Risk Transfer" sulle securitisations poste in essere. Ciò ha permesso ad Unicredit di beneficiarne in termini di ratio patrimoniali, dal momento che il Common Equity Tier 1 della banca è sceso di 10 basis points al termine del progetto.

### **- 3.3 Principali cartolarizzazioni con GACS del 2018**

Nel 2018 si è assistito ad un notevole decremento dello stock di crediti in sofferenza iscritti in bilancio dalle banche, il cui strumento maggiormente utilizzato per il processo di smaltimento è stato quello della securitisation. Difatti più del 50% del totale delle transazioni avente ad oggetto NPLs sono state cartolarizzazioni, 14 delle quali hanno beneficiato della GACS. Il valore complessivo dei loro portafogli di crediti è risultato pari a 51 miliardi di euro, mentre il prezzo di cessione medio è stato di 13,3 miliardi, che corrisponde al 26,2% del relativo Gross Book Value (fonte: BeBeez private data). Nello specifico, i titoli di tranche senior che hanno usufruito della "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" sono stati sottoscritti per un valore complessivo di 8,4 miliardi di euro, rappresentando quindi l'84% del totale dei titoli emessi dalle SPV. L'operazione più importante di tutte è stata sicuramente la maxi-cartolarizzazione effettuata da Monte dei Paschi di Siena, che nella primavera del 2018 ha completato la cessione di un portafoglio di NPLs dal valore lordo di 24 miliardi di euro circa. Questo è stato acquistato dal veicolo Siena NPL 2018 Srl per un valore di 4,3 miliardi, corrispondente al 18% del GBV. L'operazione rientrava nel piano di ristrutturazione 2017-2021 che MPS ha dovuto varare in seguito alle forti difficoltà finanziarie in cui si è ritrovata, avendo come obiettivo primario quello di ottenere un rafforzamento patrimoniale della banca stessa, anche tramite la dismissione dei crediti deteriorati iscritti a bilancio. Il veicolo scelto ha finanziato l'acquisto del pool di NPLs tramite l'emissione di tre classi di titoli:

- una tranche "senior", da 2,9 miliardi di euro, che ha ottenuto un rating A3/BBB+/BBB, il quale gli ha permesso di ottenere la garanzia statale del MEF. Questi titoli hanno previsto una cedola indicizzata all'Euribor 3M più un 1,5% fisso, incorporando nella struttura il premio dovuto al Ministero dell'Economia per la garanzia concessa sui titoli A.B.S. ;

questi sono stati interamente sottoscritti da MPS, che successivamente ha alleggerito la sua posizione vendendone parte sul mercato;

- una tranche "mezzanine", da 847,6 milioni di euro, priva di rating, che è stata acquistata per il 95% dall'ex fondo Atlante II, oggi rinominato Italian recovery fund, gestito da Quaestio Capital Sgr. Tali titoli pagano una cedola indicizzata all'Euribor 3M più un fisso pari a 800 basis points;
- una tranche "junior" o "equity", caratterizzata dal grado più alto di rischio e sprovvista anch'essa di rating. Gli A.B.S. di tale classe sono stati emessi per un valore di 565 milioni di euro e sono stati sottoscritti dall'Italian Recovery fund. Hanno previsto una cedola fissa pari al 12%.

A prendere parte all'operazione in veste di special servicers, che si occuperanno della gestione operativa del portafoglio di crediti deteriorati, sono stati Credito Fondiario (6,2% del totale), Italfondiario (31,2%), Prelios Credit Servicing (4,5%) e Juliet (58,1%), che è la piattaforma di gestione dei crediti ex Mps venduta a Cerved Credit Management e Quaestio sgr. Credito Fondiario agirà anche in qualità di master servicer. Grazie al buon esito dell'operazione, MPS è riuscita a concludere la più grande cartolarizzazione di crediti in sofferenza mai avvenuta in Europa, cedendo per l'appunto circa 24 miliardi di euro di crediti non-performing in un'ottica di de-risking e di minor assorbimento patrimoniale.

La seconda operazione di cartolarizzazione di NPLs di maggior rilievo, che ha sfruttato i benefici derivanti dalla GACS, è stata quella riguardante Banco BPM, che ha ceduto un portafoglio di crediti deteriorati da 7,4 miliardi di euro. Nello specifico, il progetto "ACE" (così è stata ribattezzata l'operazione da Banco BPM)

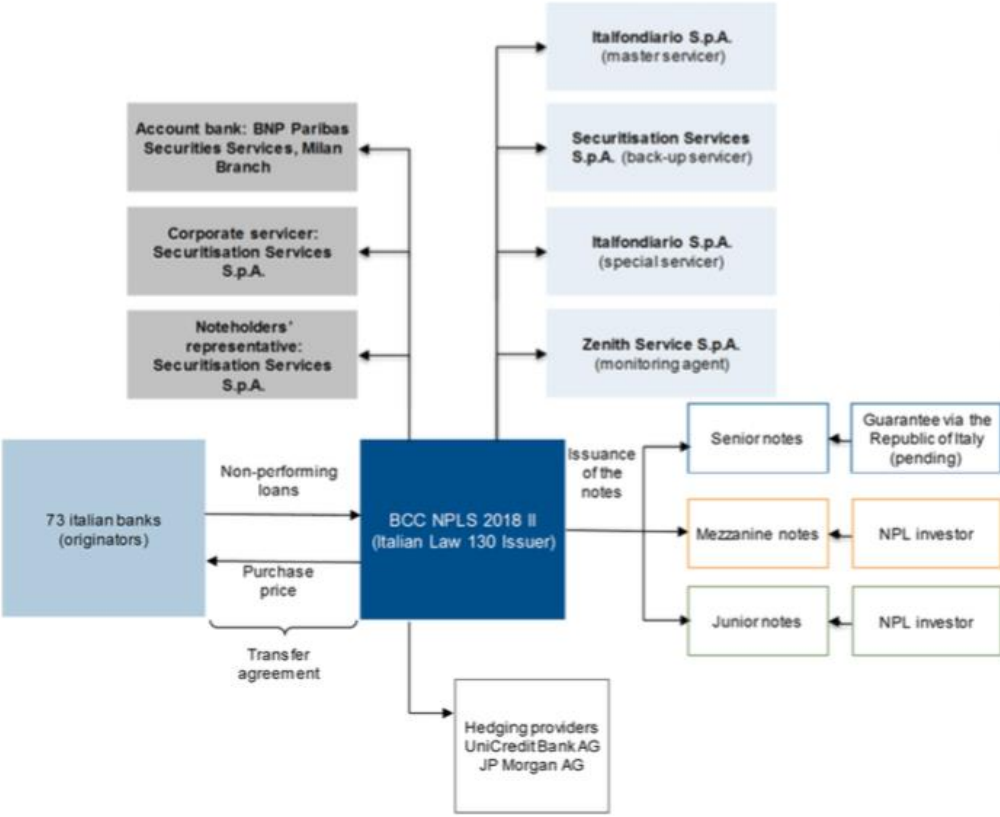
ha individuato come cessionari dell'operazione Credito Fondiario, un istituto di credito italiano specializzato nell'investimento e nel servicing di attività creditizie deteriorate e illiquide, ed il fondo Elliot, considerato il più grande fondo di investimento attivista al mondo e proprietario dal 2018 dell'81% delle quote di Credito Fondiario. Oltre alla cessione del portafoglio di crediti deteriorati, Banco BPM ha previsto, all'interno del progetto ACE, il trasferimento del 70% delle proprie quote della piattaforma di gestione degli NPLs a favore di Credito Fondiario. L'obiettivo è quello di instaurare una partnership tra i due intermediari finalizzata ad affermare e rafforzare la propria posizione all'interno del segmento servicing dei crediti deteriorati.

Nel dettaglio, l'operazione di cartolarizzazione ACE si è articolata in due distinte fasi:

- 1) l'intervento del fondo Elliot, che tramite l'utilizzo della controllata Credito Fondiario, si è impegnato all'acquisto e alla relativa sottoscrizione dei titoli "mezzanine" e "junior" emessi dal veicolo Leviticus SPV Srl nel processo di securitisation. L'emissione è stata caratterizzata da 3 tranches di titoli: la "senior" da 1,44 miliardi, la "mezzanine" da 221,5 milioni e la "junior" da 248,9 milioni di euro. Il portafoglio, dal valore iniziale di 7,4 miliardi, è stato ceduto dall'originator alla SPV per il 26% circa del relativo Gross Book Value. La tranche "senior" ha ricevuto esito positivo alla fine dell'iter richiesto per l'ottenimento della GACS;
- 2) la stipulazione di una joint venture tra Banco BPM e Credito Fondiario, volta alla creazione di una piattaforma di gestione di NPLs. La proprietà della stessa sarà divisa in due quote: una del 70% appartenente alla controllata del Fondo Elliot ed una del 30% facente capo a Banco BPM. La piattaforma in questione sarà incaricata di gestire il portafoglio di crediti deteriorati acquistati dal Fondo Elliot e lo stock residuo di NPLs appartenenti a Banco BPM.

L'ultima operazione del 2018 meritevole di essere segnalata per i caratteri distintivi mostrati, è quella svolta da alcune banche del credito cooperativo (c.d. bcc) sotto la supervisione di Iccrea Banca. Come già menzionato precedentemente, all'inizio del 2019 si è conclusa la riforma del credito cooperativo italiano, che ha comportato la nascita di 3 gruppi bancari cooperativi, nei quali sono confluite tutte le diverse bcc del territorio italiano. I nuovi gruppi così costituiti sono: Iccrea banca, Cassa Centrale Trentina e Cassa Centrale Alto Adige, di cui la prima si è occupata per l'appunto di un'operazione di cartolarizzazione di crediti deteriorati, coordinando tutte le bcc partecipanti e facenti capo ad Iccrea stessa. A differenza delle operazioni menzionate precedentemente, quest'ultima si contraddistingue per la sua natura intrinseca: infatti nasce come una cartolarizzazione multi-originator, ovverosia non vi è una sola e singola banca che trasferisce il pool di crediti alla SPV, ma diversi istituti bancari (che corrispondono alle bcc) che, collaborando tra di loro grazie alla presenza di uno o più arranger, si organizzano per creare un unico portafoglio di NPLs, costituito dalle differenti posizioni in crediti deteriorati che ciascuna delle banche decide di cedere. La particolarità di questa specifica tipologia di operazione è da ravvedersi nella maggiore complessità insita nella stessa. Difatti non vi è un unico intermediario che decide di agire autonomamente, ma più soggetti che devono procedere coordinatamente, sotto la supervisione di un arranger (in questo caso Iccrea Banca), nella strutturazione del processo di cartolarizzazione del pool di crediti non-performing. Nello specifico, l'operazione guidata da Iccrea ha avuto ad oggetto la cessione di un portafoglio di NPLs proveniente da 73 bcc. Riprendendo le dichiarazioni del CFO di Iccrea Banca, Giovanni Boccuzzi : *"Questa cessione rientra nel piano 2018-2020 di riduzione dell'indicatore NPL ratio che il Gruppo Iccrea ha condiviso con la Banca Centrale Europea e consiste nella più grande grande operazione di cartolarizzazione con GACS rispetto al numero di banche cedenti"*. Nel dettaglio,

il portafoglio di crediti oggetto di cessione è stato di 2 miliardi di euro di GBV, derivante da oltre 10 mila posizioni delle 71 bcc partecipanti e delle 2 banche appartenenti al Gruppo Iccrea (Iccrea BancaImpresa e Banca Sviluppo). A svolgere il ruolo di co-arranger e placement agent sono stati Iccrea banca e J.P. Morgan, mentre advisor dell'operazione è stata la società di consulenza KPMG. Attraverso questa cessione di NPLs, l'NPE ratio delle banche coinvolte è sceso del 3,3%, portando dunque il rapporto esposizioni deteriorate-totale crediti erogati su livelli più sicuri. Nello specifico, il pool di crediti non-performing sono stati ceduti al veicolo BCC NPLs 2018-2 Srl per il 28% circa del relativo Gross Book Value, ed Italfondario Spa è stato incaricato di garantire il servizio di gestione degli incassi e dell'eventuale recupero relativi ai crediti e mutui ceduti al veicolo in qualità di master servicer dell'operazione.



Sources: Transaction documents and Scope Ratings



La SPV, come si evince dal grafico precedente, si è occupata dell'emissione di tre classi di titoli:

- una "senior" notes, dal valore di 478 milioni di euro, che ha inciso per l'85% sul totale degli A.B.S. emessi. Ceduta al veicolo al 23,8% del relativo GBV, tale classe è riuscita a concludere positivamente l'iter previsto per l'ottenimento della garanzia statale concessa dal MEF. La remunerazione del titolo presenta una cedola indicizzata all'Euribor 6M più un fisso dello 0,3%;
- una "mezzanine" notes, il cui valore d'emissione è stato di 60,13 milioni, pesando il 10,8% sul totale dei titoli sottoscritti. E' stata ceduta al 3% del suo GBV, prevedendo una cedola indicizzata all'Euribor 6M più un fixed interest del 6%;
- una "junior" notes, trasferita all'1% del relativo GBV, dal valore di 20,04 milioni di euro. I titoli, che rappresentano il 3,6% dell'emissione complessiva, hanno previsto una cedola con una remunerazione del 12%.

Il portafoglio di NPLs ceduto alla SPV era costituito da circa 22mila loans, di cui il 58% "secured" ed il 42% "unsecured" o chirografari. Nel dettaglio, la stratificazione di portafoglio presentava il 79% dei prestiti che erano costituiti da crediti verso le imprese, mentre il 21% agli individui. I "secured loans" sono garantiti da proprietà residenziali e non- residenziali (es. terreni agricoli, stabili commerciali ecc...), che sono distribuite principalmente tra il nord ed il centro Italia. La c.d. "borrowers' granularity", che misura il grado di concentrazione delle esposizioni deteriorate dei debitori che sono a garanzia degli A.B.S. , è risultata relativamente buona rispetto alle altre transazioni comparabili. Infatti le posizioni dei primi 10 debitori rappresentano il 3,8% del totale dei loans ceduti dagli originator, mentre le esposizioni dei primi 100 pesano per il 19,4%. L'operazione

giungerà al suo termine nel momento in cui scadranno tutti i titoli A.B.S. emessi, la cui "maturity" è prevista per Luglio 2042.

### ***- 3.4 Distribuzione ed analisi delle operazioni GACS***

Il grafico sottostante elenca tutte le operazioni di cartolarizzazione con GACS che sono avvenute in Italia tra il 2016 ed il 2019. Inoltre presenta i dati relativi alle 4 variabili fondamentali che andremo ad analizzare. Nello specifico queste sono:

- Secured (% GBV), che rappresenta l'ammontare dei c.d. "secured loans" rispetto al Gross Book Value dell'operazione presa in considerazione. Per "secured loans" si intendono tutti quei prestiti e crediti, oggetto del portafoglio di cessione, che sono garantiti da un determinato asset. Un classico esempio è la cessione di un mutuo ipotecario che presenta come collateral l'immobile stesso;
- Pricing (% GBV), che indica il prezzo - in termini percentuali rispetto al GBV - a cui l'originator cede il pool di crediti da cartolarizzare allo special-purpose vehicle che è incaricato di acquistare il portafoglio di prestiti. Il prezzo in questione, non è quindi da confondere con quello che verrà in seguito pagato dagli investitori che decideranno di sottoscrivere gli A.B.S. emessi, ma rappresenta la liquidità che l'intermediario bancario ottiene dalla cessione alla SPV dei crediti non performing;
- Senior Notes (% GBV), che rappresenta, sempre in termini percentuali rispetto al relativo Gross Book Value, la quantità di senior notes emesse all'interno della cartolarizzazione in questione. Questa variabile, dunque, rifletterà nello specifico le influenze che lo schema di garanzia statale esercita sulle altre grandezze prese in considerazione nel processo di securitisation, dal momento che sarà proprio la tranche "senior" a

beneficiare della GACS. Maggiore quindi sarà l'incidenza della quantità di notes "senior" sul totale degli A.B.S. emessi, tanto più sarà sfruttato dalla cartolarizzazione presa in esame lo strumento di "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze";

- GBV, acronimo che sta per Gross Book Value. Esso, nello specifico, può essere considerato come il valore nominale di un prestito al lordo delle rettifiche di valore. In questo caso, il GBV è relativo all'intera operazione di cartolarizzazione, dunque rappresenterà il valore nominale dell'intero portafoglio di crediti oggetto di cessione.

### "Cartolarizzazioni GACS 2016-2019"

	Secured (% GBV)	Pricing (% GBV)	Senior Note (% GBV)	GBV
BP Bari	63,4%	31,35%	26,4%	480.000.000,00 €
Banca Carige	77,2%	33,17%	28,5%	938.000.000,00 €
Creval	73,5%	37,46%	32,6%	1.422.000.000,00 €
BP Bari	56,1%	32,64%	25,3%	320.000.000,00 €
Unicredit	52,0%	14,32%	12,1%	5.380.000.000,00 €
MPS	57,8%	18,00%	12,2%	24.070.000.000,00 €
Creval	75,4%	35,10%	30,5%	1.671.000.000,00 €
Banco BPM	71,6%	36,50%	32,4%	5.096.000.000,00 €
Banco di Sardegna	56,1%	24,21%	22,2%	1.045.000.000,00 €
Banco Desio	71,6%	32,70%	28,8%	1.002.000.000,00 €
Iccrea Banca	70,9%	31,00%	27,0%	1.046.000.000,00 €
Banca di Asti	63,4%	29,60%	24,5%	697.000.000,00 €
BNL	30,4%	17,10%	14,2%	957.000.000,00 €
UBI Banca	46,6%	26,10%	22,9%	2.749.000.000,00 €
BapR	67,2%	28,00%	24,4%	349.000.000,00 €
Multioriginator	65,7%	31,20%	27,0%	1.578.000.000,00 €
BPER Banca	59,5%	29,70%	26,2%	2.082.000.000,00 €
Banca Carige	48,4%	22,30%	18,2%	964.000.000,00 €
Iccrea Banca	58,4%	27,80%	23,9%	2.004.000.000,00 €
BNL	57,7%	27,35%	21,1%	968.202.000,00 €
Banco BPM	50,5%	25,87%	19,5%	7.385.000.000,00 €

Fonte: i dati in questione sono stati presi dai New Issues Reports (NIRs) emessi dalle agenzie di rating "Scope ratings" e "DBRS". I documenti in questione sono tutti presenti nella bibliografia.

Come possiamo notare dalla tabella "**Cartolarizzazioni GACS 2016-2019**", le banche che sono state coinvolte nelle cartolarizzazioni hanno ceduto portafogli di crediti dai Gross Book Value molto differenti tra loro. Ciascun originator, infatti, ha tenuto conto del proprio stock di crediti deteriorati e dei propri obiettivi di riduzione del NPL ratio, variabili che hanno determinato l'ammontare dei vari portafogli oggetto di cessione. Per quanto riguarda il pricing del pool di crediti, i valori oscillano tra un massimo di 37,46% del GBV, ottenuto da Credito Valtellinese, ed un minimo di 14,32%, che fa riferimento all'operazione FINO 1 posta in essere da Unicredit. Quest'ultimo valore, in particolare, insieme al prezzo della maxi-cessione di MPS e di BNL, pari rispettivamente al 18% ed al 17,10% del GBV, risultano molto inferiori rispetto al pricing medio di cessione, pari al 24%. Esso, nello specifico, è stato calcolato come la media ponderata dei diversi "Pricing (% GBV)", con pesi vari i relativi Gross Book Value. Le 3 precedenti operazioni, difatti, sono avvenute in tempi molto ristretti, non permettendo di valorizzare appieno i crediti deteriorati ceduti, dal momento che è mancato in gran parte il lavoro di due diligence e data remediation volto ad accertare i valori degli assets posti come collateral dei c.d. "secured loans". Questo, come vedremo successivamente, ha influito in maniera negativa sul pricing dei 3 diversi portafogli, visto che non è stato svolto un adeguato controllo sui beni posti a garanzia dei pool di crediti secured a fronte dei quali sono stati emessi gli asset-backed securities.

E' inoltre interessante notare, nel grafico sottostante, la distribuzione delle 21 diverse cartolarizzazioni in relazione alla grandezza del loro GBV;



Fonte: propria

Ci sono stati, nello specifico, 9 cartolarizzazioni con un GBV tra 1 e 5 miliardi di euro, 8 con un GBV inferiore al miliardo, 3 (Banco BPM ed Unicredit) con un GBV che ha oscillato tra i 5 ed i 10 miliardi di euro ed infine 1 un'unica securitisation con un Gross Book Value superiore ai 10 miliardi (MPS). Quest'ultima, pur essendo la sola caratterizzata dalla cartolarizzazione di un pool di crediti deteriorati dal GBV così elevato, ha pesato per il 39% sul totale dei portafogli di NPLs oggetto di cessione. Per quanto invece riguarda la composizione di questi ultimi, possiamo osservare come la tranche "senior" in relazione al Gross Book Value oscilla tra un massimo del 32,6%, ottenuto da Credito Valtellinese, ed un minimo del 12,1% di Unicredit. Non è un caso, come osserveremo più tardi, che Credito Valtellinese sia stato l'originator che ha effettuato una cartolarizzazione a seguito della quale è stata emessa la più grande tranche di titoli "senior" in relazione al rispettivo GBV (32,6%), ottenendo allo

stesso tempo il pricing più elevato in confronto alle altre operazioni di cessione. Allo stesso modo, invece, Unicredit è stata non solo la banca che ha ottenuto il minor pricing (14,32% del GBV) sul pool di crediti ceduti alla SPV, ma anche quella la cui tranche "senior" di A.B.S. ha pesato meno sul totale dei titoli emessi (12,1% del GBV).

### ***- 3.5 La stratificazione di portafoglio***

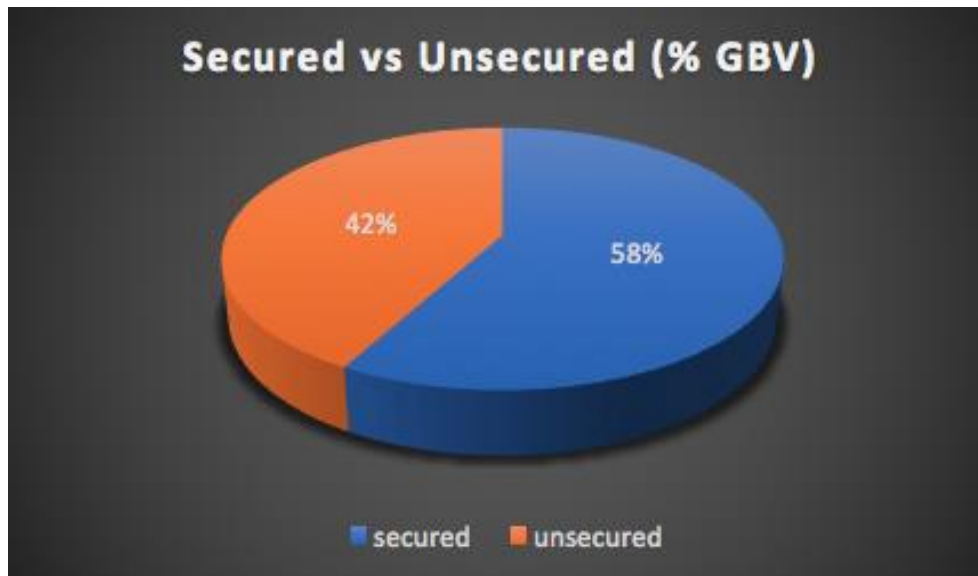
Per effettuare un'analisi puntuale delle diverse operazioni di cartolarizzazione che si sono susseguite in questi 4 anni, occorre anzitutto capire quale è stata la stratificazione dei portafogli di crediti oggetto di cessione. Con il termine "stratificazione", nello specifico, intendiamo il tipo di composizione che caratterizza l'aggregato di crediti che verranno poi cartolarizzati tramite l'ausilio della SPV. Le variabili chiave che vengono prese in considerazione quando effettuiamo uno studio di questo tipo sono fondamentalmente tre:

- la stratificazione a livello di debitore (c.d. "borrower-level"), che studia la composizione del portafoglio di crediti in relazione ai debitori. Nello specifico effettua un'analisi che si articola su quattro piani: la "borrower concentration", che si occupa di osservare la distribuzione dei loans in rapporto al numero dei debitori esistenti, cercando di capire se vi è o meno un eccessivo grado di concentrazione dei borrowers; poi abbiamo la distinzione in base al "borrower type", che identifica il tipo di debitore, differenziando tra "corporate" e "retail/individual"; lo studio del "borrower status", che distingue tra stato di bancarotta del debitore, non-bancarotta e status "sconosciuto"; infine vi è uno studio dei "borrowers" a livello di provenienza geografica, dal momento che anche questa determinante incide sul grado di rischio del credito stesso (e.g. in Italia ad esempio è statisticamente dimostrato che i tassi di insolvenza sono più alti al Sud Italia rispetto al Nord);

- la stratificazione a livello di tipologia del prestito (c.d. loan-level). Difatti una prima macro-distinzione, quando parliamo di mutui e prestiti, riguarda la presenza o meno di un asset che possa valere da collateral o garanzia a fronte del credito erogato dalla banca. Da ciò deriva una prima e fondamentale differenza nella stratificazione di portafoglio, che scompone i prestiti in due tipologie: i c.d. "secured loans", che si riferiscono a tutti i crediti erogati che possono vantare una garanzia nel caso di insolvenza o mancata estinzione del debito da parte dell'obbligato, ed i c.d. "unsecured loans", con i quali si intendono tutti i prestiti che sono invece privi di una garanzia reale o personale e dunque si configurano come più rischiosi;
- la stratificazione a livello di collateral (c.d. "collateral level"), che valuta e studia le garanzie poste a fronte dei c.d. "secured loans". Nello specifico analizza il "security rank" del collateral, che individua il grado di ipoteca del bene oggetto di garanzia, distinguendo tra ipoteca di primo grado ed ipoteca di secondo grado o inferiore; tale stratificazione si sofferma poi sul tipo di bene posto a garanzia, che può essere un immobile residenziale, ad uso commerciale-industriale oppure un terreno; ultima variabile che studia è la "collateral concentration", che analizza il peso che ciascuna garanzia ha sul totale dei collateral posti a fronte dei crediti erogati.

Per quanto concerne la stratificazione dei portafogli delle 21 cartolarizzazioni con GACS avvenute tra il 2016 ed il 2019, bisogna sottolineare come questi presentino una composizione molto variegata e differente tra loro, che come detto in precedenza, rispecchia la diversa situazione economica dovuta alle scelte indipendenti che ogni banca ha preso per la strutturazione delle relative operazioni di cartolarizzazione. Ciò non impedisce comunque di vedere quale sia stata la media ponderata della composizione dei portafogli di crediti in rapporto alla

tipologia di "loan" concesso. Il grafico sottostante sintetizza chiaramente il dato in questione.



Fonte: propria

La stratificazione media dei portafogli cartolarizzati, dunque, ha visto una prevalenza della componente di "secured loans" rispetto agli "unsecured", rappresentata rispettivamente da un 58% del GBV contro un 42%. Inoltre se osserviamo nuovamente il grafico precedente contenente i dati relativi alle 21 cartolarizzazioni con GACS, si può notare come a partire dalla prima operazione di BNL, avvenuta a metà 2018, la componente di "secured loans" all'interno dei portafogli sia andata gradualmente diminuendo. La motivazione dietro l'inizio di questo trend negativo è da rinvenirsi nel fatto che le banche, inizialmente, hanno deciso di smobilizzare i crediti deteriorati a fronte dei quali potevano vantare delle garanzie, di modo che potessero ottenere un pricing più elevato al momento della cessione del pool di credit alla SPV. Inoltre il calo della componente di "secured loans" all'interno dei portafogli sottolinea la fase di maturità in cui è giunto il processo di smaltimento e dismissione degli NPLs avviato a inizio 2016 dalle banche italiane: queste, infatti, hanno da principio cartolarizzato le esposizioni deteriorate più importanti e recenti che avevano, le quali coincidevano per l'appunto con mutui ipotecari "secured"; successivamente quando gli NPL ratio

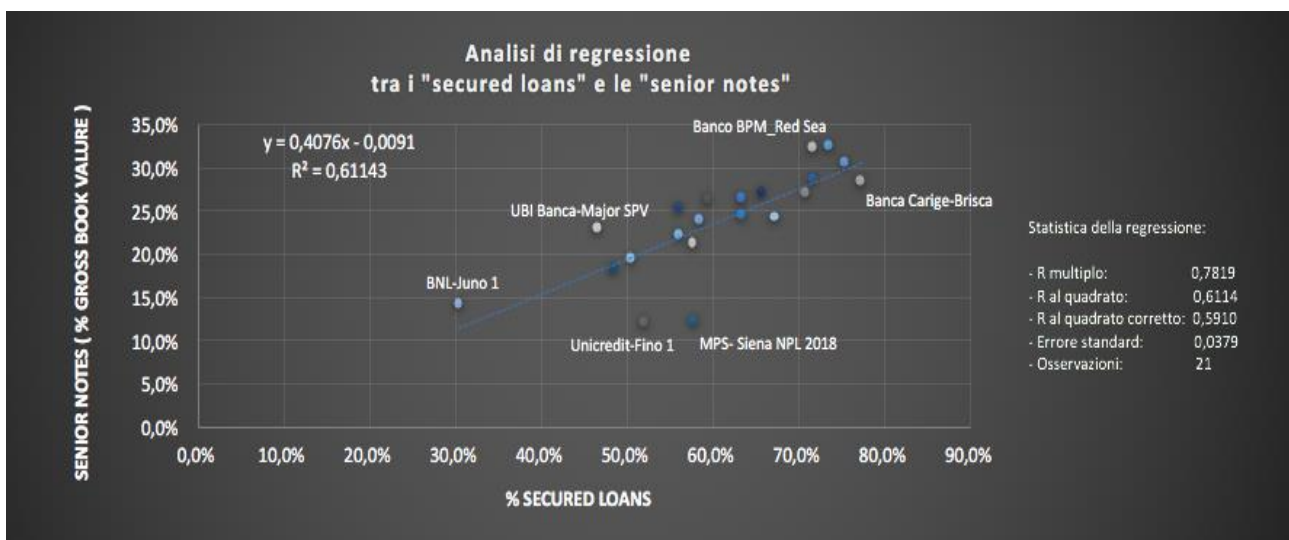


sono tornati a livelli più stabili anche la componente di "secured loans" del portafoglio è diminuita rispetto a quella "unsecured". Ciò sottolinea il fatto che il mercato stia lentamente giungendo ad un punto di saturazione, in cui le banche non necessitano più come prima di smobilizzare e cartolarizzare grandi esposizioni di crediti "secured" deteriorati, dal momento che la loro "non performing exposure" è nuovamente tornata a livelli più accettabili.

### *- 3.6 Analisi delle relazioni intercorrenti tra le 4 variabili fondamentali*

Dopo questo breve ma doveroso approfondimento sulla stratificazione dei portafogli, passiamo ora ad analizzare i possibili legami che intercorrono tra le quattro variabili fondamentali all'interno del processo di cartolarizzazione non performing e sulle quali abbiamo deciso di indagare all'inizio del capitolo. Effettueremo quindi una serie di analisi di regressione, prendendo a riferimento come input i dati contenuti nella tabella " **Cartolarizzazioni GACS 2016-2019**", che sono rispettivamente il "Secured (% GBV)", il "Pricing (% GBV)", le "Senior notes (% GBV)" ed infine il GBV relativi a ciascuna operazione con GACS.

La prima analisi su cui ci soffermeremo prenderà in esame l'eventuale legame esistente tra la percentuale di "secured loans" rispetto al GBV (c.d. Secured (% GBV)) e la percentuale di "senior notes" emesse sempre in rapporto al GBV (c.d. Senior notes (% GBV)). Nella seguente analisi di regressione la variabile indipendente sarà la Secured (% GBV) mentre quella dipendente la Senior notes (% GBV). Osserviamo anzitutto la rappresentazione sottostante per intuire il tipo di correlazione esistente.

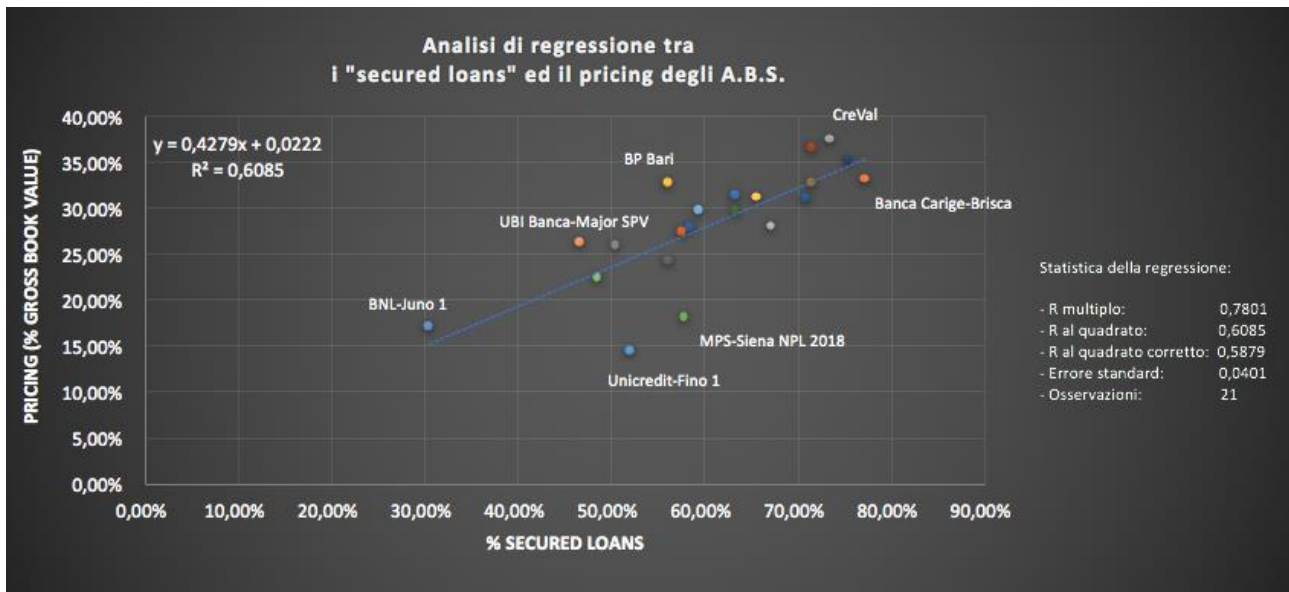


Fonte: propria

Come possiamo immediatamente notare, la nostra retta di regressione è inclinata positivamente. Ciò suggerisce anzitutto un legame positivo tra le due variabili in esame: in particolare ad una maggiore presenza di "secured loans", sarà associato un livello maggiore di "senior notes" emesse in rapporto al totale dei titoli A.B.S. Il coefficiente di correlazione, in particolare, è pari a 0,7819 con un R<sup>2</sup> dello 0,61143. Questo significa che, per sfruttare maggiormente lo strumento di garanzia statale fornito dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, le banche che vogliono partecipare ad un'operazione di cartolarizzazione, dovranno presentare un portafoglio di NPLs composto per lo più da "secured loans". Difatti ciò aumenterà la possibilità di ottenere titoli "senior" che potranno beneficiare della GACS nel processo di tranching insito in ogni operazione di cartolarizzazione. E' inoltre interessante notare come le due securitisation effettuate rispettivamente da Unicredit tramite il veicolo Fino 1, e da

Monte dei Paschi di Siena attraverso la SPV Siena NPL 2018, siano più distanziate rispetto alla stessa retta di regressione. Queste due operazioni, infatti, come già menzionato all'inizio del capitolo, si sono contraddistinte per le modalità straordinarie attraverso cui sono state eseguite: oltre ad aver ceduto portafogli di crediti dal Gross Book Value molto elevato (l'operazione di MPS è stata tra le più grandi cessioni di NPLs mai avvenute in UE), sono state strutturate in tempi relativamente molto brevi, che non hanno permesso di poter valorizzare appieno i crediti non performing. Se dunque non vengono considerate all'interno dell'analisi di regressione le due seguenti operazioni a causa del carattere di straordinarietà che le contraddistingue, il coefficiente di correlazione tra le restanti 19 operazioni di cartolarizzazione con GACS cresce ulteriormente, arrivando ad essere pari a 0,9036 con un  $R^2$  di 0,8165. Da un punto di vista pratico, la seguente osservazione ci suggerisce il forte legame che intercorre tra la percentuale di "secured loans" all'interno del portafoglio e la "capital structure" della cartolarizzazione stessa, dal momento che vi è una forte correlazione positiva tra i "secured loans" presenti nel pool di crediti e la quantità di "senior notes" emesse.

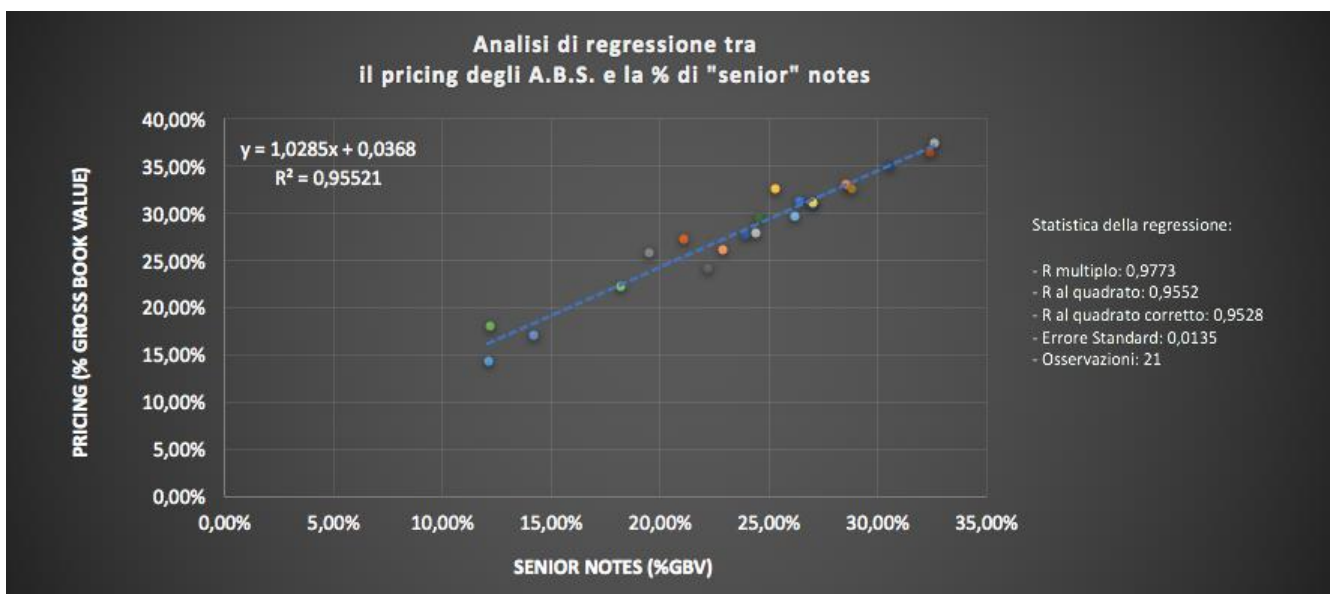
La seconda relazione che andremo ad approfondire tramite uno studio dell'analisi di regressione, riguarda invece le variabili " Secured (% GBV) e " Pricing (% GBV) ". La prima indica, come già menzionato precedentemente, la quantità di crediti garantiti da collateral in rapporto al GBV totale del portafoglio da cartolarizzare, la seconda rappresenta il prezzo - sempre in rapporto al GBV totale del pool di prestiti - a cui l'originator cede il proprio portafoglio di NPLs alla società veicolo incaricata di emettere A.B.S. Osserviamo, tramite l'ausilio del grafico sottostante, il tipo di relazione esistente tra le due variabili prese a riferimento.



Fonte: propria

Appare subito evidente, anche in questa rappresentazione, la correlazione positiva esistente tra la variabile indipendente "Secured (% GBV)" e quella dipendente "Pricing (% GBV)". Nello specifico, il legame in questione è caratterizzato da un coefficiente di correlazione pari a 0,7801 con un  $R^2$  di 0,6085. Una relazione leggermente meno forte rispetto a quella vista precedentemente, che presentava un  $R^2$  pari a 0,61143, ma che allo stesso modo ci suggerisce un tipo di rapporto particolare tra le due variabili appena analizzate. Difatti, nel momento in cui una banca decide di effettuare un'operazione di cartolarizzazione, essa avrà convenienza ad aggregare un portafoglio di crediti deteriorati composto prevalentemente dai c.d. "secured loans". Come si evince dal grafico sopra, infatti, all'aumentare della quantità di prestiti garantiti in rapporto al GBV di portafoglio, a beneficiarne sarà lo stesso pricing di cessione. L'originator, dunque, potrà strappare un prezzo più alto alla SPV se presenterà un pool di loans che per la maggior parte saranno garantiti da collateral. La stratificazione di portafoglio, quindi, risulta fondamentale all'interno della strutturazione di un'operazione di securitisation. La variabile chiave da analizzare, sarà per l'appunto la percentuale di "secured loans", che non solo come visto in precedenza influirà sulla "capital structure" della cartolarizzazione, ma anche sul "portfolio pricing" della medesima.

L'ultima relazione che appare opportuno studiare, sempre tramite l'ausilio di un'analisi di regressione, riguarda questa volta il possibile legame intercorrente tra il "Pricing (% GBV)" del pool di crediti e le "Senior notes (% GBV)" emesse dalla SPV a fronte del portafoglio ceduto dall'originator. I titoli di tranche "senior" sono infatti quelli che beneficiano dello schema di garanzia statale offerto dal Mef. Andando dunque ad analizzare il legame intercorrente tra le seguenti due variabili, è possibile capire la relazione che vi è tra il prezzo di cessione degli NPLs e le "senior" notes emesse, e dunque in ultima istanza, tra il pricing della cartolarizzazione e la GACS stessa, dato che questa verrà per l'appunto richiesta sulle obbligazioni di classe "senior". Passiamo quindi ad osservare il grafico sottostante.



Fonte: propria

E' subito evidente dalla regressione in questione la forte correlazione positiva che contraddistingue il legame tra le due variabili oggetto di studio. Essa presenta un coefficiente di correlazione che sfiora quello di un legame positivo lineare perfetto: esso infatti è pari a 0,9773 , con un  $R^2$  di 0,9552. Da un punto di vista pratico, la relazione presa in esame, ci identifica la forte interdipendenza presente tra la componente di titoli "senior" all'interno di una cartolarizzazione ed il pricing della stessa. Nello specifico, dal momento che gli A.B.S. "senior" sono garantiti dalla GACS,

notiamo l'importanza che la "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" ha nella determinazione del prezzo di cessione del portafoglio di NPLs da cartolarizzare. Se nella regressione precedente abbiamo visto come fosse importante per l'originator aggregare un portafoglio di crediti prevalentemente "secured" al fine di strappare un prezzo maggiore al momento di cessione, appare evidente come sia ancora più di rilievo per ottenere un pricing ancora più elevato, che all'interno del tranching finale dell'operazione vi sia una componente preponderante di titoli "senior" garantiti da GACS. Questo, difatti, assicurerebbe una crescita del "Pricing (% GBV)" a cui l'originator può alienare il pool di crediti deteriorati da cartolarizzare, un aumento scaturito dalla fortissima correlazione positiva tra i titoli "senior" con GACS e il pricing medesimo della cessione.

### **- 3.7 Conclusioni**

Attraverso questo studio inerente l'evoluzione del mercato italiano degli NPLs e l'avvento della GACS, abbiamo potuto notare come gli istituti bancari nostrani, dopo un primo difficoltoso avvio del processo di dismissione e smaltimento dei crediti deteriorati, stiano lentamente giungendo ad una fase conclusiva di maturazione del percorso intrapreso nel 2016. Ad aiutare le banche nell'iter volto alla diminuzione dei rispettivi NPLs ratio, è dovuto intervenire il Ministero dell'Economia e delle Finanze, che, attraverso uno studio attento e puntuale del contesto bancario italiano, ha saputo configurare uno strumento adeguato e vantaggioso, quale è la GACS, per l'eliminazione dei crediti in sofferenza iscritti nei bilanci degli intermediari bancari. Difatti, il principale problema che le banche italiane hanno dovuto affrontare dall'inizio, è stato lo scarso sviluppo di un mercato secondario italiano dei crediti deteriorati. Ciò ha inizialmente comportato un rallentamento generale nel perseguimento dell'obiettivo prefissato dagli intermediari creditizi, il quale come sappiamo si sostanziava in un miglioramento della salute del sistema bancario nazionale attraverso la cartolarizzazione e successiva derecognition degli NPLs.

Il Mef, dunque, nel Febbraio 2016 ha deciso di introdurre tramite un decreto legge la "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze", convertita poi in legge nell'Aprile dello stesso anno. Una volta che tale provvedimento è giunto a conclusione nel 2019, il governo italiano, congiuntamente all'UE, ha optato per un'ulteriore proroga della GACS, permettendo la richiesta della garanzia statale per altri 24 mesi a partire da Marzo 2019. Ad indurre i policy makers ad agire verso questa direzione, è stato l'evidente effetto benefico derivante dall'applicazione di tale strumento di garanzia sulle cartolarizzazioni di crediti deteriorati. La difficoltà iniziale era infatti rappresentata dall'ampia forbice esistente tra l'ask-price che le banche richiedevano per la sottoscrizione degli A.B.S. emessi a seguito della cartolarizzazione, e il bid-price offerto dai potenziali investitori del mercato. Questi ultimi, in particolare, temendo un probabile default dei prestiti a garanzia degli asset-backed securities, erano disposti a sottoscrivere le varie tranche emesse ad un prezzo troppo basso rispetto a quello richiesto dagli originator, creando dunque un gap nell'incontro tra domanda ed offerta di mercato. Per colmare questo divario, il governo italiano ha di conseguenza deciso di intervenire facendosi carico dell'eventuale default degli A.B.S. di classe "senior". Ciò ha offerto agli investitori l'opportunità di sottoscrivere dei titoli che non presentavano più l'elevato grado di rischio iniziale. Infatti, grazie alla presenza della GACS sulla tranche "senior", i medesimi si sono resi disponibili ad aumentare il prezzo offerto per la sottoscrizione dei titoli emessi dalla SPV. Questo meccanismo ha pertanto favorito un abbassamento del costo totale di funding sostenuto dalle banche per lo smaltimento dei crediti deteriorati e il successivo ottenimento di nuova liquidità generata dalla vendita del portafoglio di loans cartolarizzati. Infatti l'originator, beneficiando della GACS sulle "senior notes", ha potuto remunerare gli investitori con cedole meno onerose, e al contempo si è garantito un prezzo di cessione più favorevole in rapporto al Gross Book Value relativo al portafoglio ceduto.

Infine, tramite questo terzo e conclusivo capitolo, abbiamo cercato di dimostrare da una prospettiva analitica l'importante impatto che la GACS ha sul pricing di cessione che l'originator ricava dalla SPV tramite l'alienazione del pool di crediti in sofferenza.

Difatti, l'ultima analisi di regressione dimostra chiaramente che in tutte le 21 operazioni di cartolarizzazione con GACS, quelle che hanno beneficiato di un pricing più elevato sono state anche le stesse che erano caratterizzate da una maggiore presenza di "senior notes". Possiamo quindi affermare che la "Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze" si è rivelata uno dei driver fondamentali, insieme alla componente di "secured loans" in portafoglio, nel definire il "portfolio pricing" della cartolarizzazione.

In conclusione, dovendo dare un giudizio finale sulla GACS, siamo convinti nel ritenere che essa si sia rivelata un ottimo strumento fornito dallo Stato per agevolare il processo di smaltimento dei crediti deteriorati, grazie al quale le banche italiane hanno potuto risanare i loro bilanci e alleggerirsi con più facilità delle posizioni non performing che detenevano.



## **BIBLIOGRAFIA:**

- Allodi E.; Cacciamani C.; Guardigli E. (2018). *Un'analisi economica per la gestione dei non-performing loans*. UNIVERSITA' DI PARMA.
- Angelini P. (2018); *I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema*. BANCA D'ITALIA.
- Associazione Bancaria Italiana, ABI (2019). *Economia e mercati finanziari-creditizi*. ABI.
- Banca d'Italia (2017). *Progetto FINO: definizione del framework per l'interpretazione dei prezzi di mercato e analisi delle principali determinanti*. BANCA D'ITALIA.
- Banca d'Italia (2018). *Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*. BANCA D'ITALIA.
- Barbagallo C. (2017). *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*. BANCA D'ITALIA.
- Bellardini, L.; Previtali, D. (2017). *Un'analisi delle determinanti dei crediti deteriorati*. BANCHE E BANCHIERI, p. 385-399.
- Boitano A. (2018). *Inadempienze probabili, il nuovo fronte delle banche*. LA VOCE.
- Borsa Italiana (2018). *Come funzionano e quanto pesano sul sistema finanziario i crediti deteriorati delle banche*. BORSA ITALIANA.
- Ciavoliello L. G.; Ciocchetta F.; Conti I. Guida F.M.; Rendina A.; Santini G. (2016). *Quanto valgono i crediti deteriorati?* BANCA D'ITALIA.
- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, CONSOB (2019). *La securitisation*. CONSOB.
- DBRS (2016). *New Issue Rating report "Popolare Bari NPLS 2016 S.r.l."*. DBRS.
- DBRS (2017). *New Issue Rating report "Brisca Securitisation S.r.l."*. DBRS.

- DBRS (2017). *New Issue Rating report "Fino 1 Securitisation S.r.l."*. DBRS.
- DBRS (2017). *New Issue Rating report "Popolare Bari NPLS 2017 S.r.l."*. DBRS.
- DBRS (2019). *Italian Banks made progress in 2018, but face uncertain environment*. DBRS REPORT.
- DBRS (2019). *New Issue Rating report "Juno 2 S.r.l."*. DBRS.
- Decreto Legge 10 Ottobre 2018, n.33.
- Decreto Legge 14 Febbraio 2016, N. 18.
- European Banking Authority, EBA (2018). *Guidelines on management of non-performing and forborne exposures*. EBA.
- European Central Bank, ECB (2018). *Guidance to banks on non-performing loans*. ECB.
- Festa C. (2018). *Anno record di vendite di Utp e per il mercato del restructuring in Italia*. IL SOLE24ORE.
- Festa C. (2018). *Npl in Italia, nel 2018 cessioni record a 70 miliardi*. IL SOLE24ORE.
- Festa C. (2019). *Crediti deteriorati, ecco come stanno andando le Gacs garantite dallo Stato*. IL SOLE 24 ORE.
  
- Fiscale C. (2016). *GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) - Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs*. DIRITTO BANCARIO.
  
- Kpmg Advisory (2018). *I non-performing loan in Italia*. KPMG.
- Legge 8 Aprile 2016, N. 49.
- Longo M. (2019). *Npl, rischio «bolla» per il mercato dei crediti deteriorati*. IL SOLE24ORE.
- Moody's investor service (2019). *Moody's approach to rating consumer loan-backed ABS*. Moody's.

- Paolucci N. (2009); *La cartolarizzazione degli assets bancari: analisi dello spread delle ABS sul mercato italiano*. LUISS GUIDO CARLI.
- Price watherhouse advisory (2017). *The italian NPL market: what's next...?!* PWC ADVISORY.
- Price watherhouse advisory (2019). *The Italian NPL Market: assembling the puzzle*. PWC ADVISORY.
- Regolamento (UE) 2017/2401 del Parlamento Europeo e del Consiglio.
- Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio.
- Regolamento (UE) N. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio.
- Scope ratings (2017). *New Issue Rating report "Elrond NPL 2017 S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "2Worlds S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "4Mori Sardegna S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "AQUI SPV S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "ARAGORN NPL S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "BCC NPLs 2018 S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "BCC NPLs 2018-2 S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "Ibla S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "Juno 1 S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "Maggese S.r.l."*. SCOPE RATINGS.

- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "Maior SPV S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- *Scope ratings (2018). New Issue Rating report "POP NPLs 2018 S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "RED SEA SPV S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "Riviera NPL S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2018). *New Issue Rating report "SIENA NPL 2018 S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2019). *New Issue Rating report "Leviticus SPV S.r.l."*. SCOPE RATINGS.
- Scope ratings (2019). *Renewed GACS scheme will reduce Italian NPL ABS issuance*. SCOPE RATINGS.