



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Non-performing loans e mercato azionario:
analisi della correlazione tra qualità del
credito e performance

Prof. Daniele Previtalli

RELATORE

Matr. 223541 – Alessandro Feroci

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

SOMMARIO

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO I: INDAGINE SULLA RILEVANZA DEI <i>NON-PERFORMING LOANS</i> NEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO	5
1.1 Quadro generale del fenomeno <i>non-performing loans</i>	5
1.2 Le cause dei NPLs	9
1.2.1 Le determinanti esogene	10
1.2.1.1 <i>L'andamento recessivo del ciclo economico</i>	10
1.2.1.2 <i>L'inefficienza delle procedure concorsuali</i>	11
1.2.2 Le determinanti endogene	12
1.2.2.1 <i>Le politiche del credito</i>	12
1.2.2.2 <i>Le erogazioni in conflitto di interessi</i>	15
1.2.2.3 <i>Le carenze nei processi operativi e gestionali</i>	16
1.3 Analisi generale dei caratteri del sistema bancario italiano	17
1.4 L'assetto regolamentare e le politiche di <i>loan loss provisioning</i>	21
1.5 Le strategie operative per la gestione dei NPLs	28
1.5.1 Le criticità derivanti dalla gestione interna	28
1.5.2 Le modalità di dismissione dello <i>stock</i> di NPLs	29
CAPITOLO II: <i>REVIEW</i> DELLA LETTERATURA SUL RUOLO DEI <i>NON-PERFORMING LOANS</i> NELLA VALUTAZIONE DEGLI INTERMEDIARI BANCARI	34
2.1 Il giudizio positivo del mercato alle operazioni di dismissione dei NPLs	34
2.2 NPLs e asimmetrie informative nelle banche	37
2.2.1 La definizione del concetto di <i>bank opacity</i>	37
2.2.2 Opacità degli intermediari ed efficienza dei mercati finanziari	40
2.2.3 <i>Valuation discount</i> associato ad <i>asset</i> opachi	43
2.3 Le asimmetrie informative e il livello di NPLs	44
2.4 La valutazione del mercato relativa ai tratti peculiari del sistema bancario italiano	48
2.4.1 L'influenza della diversificazione del portafoglio prestiti sullo <i>stock</i> di NPLs	48
2.4.2 Il ruolo della <i>market structure</i> nel fenomeno NPLs	51
2.4.3 L'incidenza dello <i>stock</i> di NPLs sulla volatilità nelle fasi recessive	54
CAPITOLO III: NPLS E PERFORMANCE AZIONARIA, IL CASO DELLE BANCHE ITALIANE	57
3.1 Analisi della performance azionaria degli intermediari nazionali	57
3.2 Analisi della correlazione emergente tra qualità del credito e andamento azionario	62
CONCLUSIONI	70
BIBLIOGRAFIA	71

INTRODUZIONE

Nell'esplicazione della propria attività di intermediazione, il sistema bancario si vede costretto a fronteggiare una percentuale variabile di relazioni creditizie, le cui dinamiche evolutive non risultano, *ex post*, conformi a quanto prospettato in sede di stipula dei relativi contratti di finanziamento. Qualora la quota di esposizioni che subiscono un deterioramento risulti contenuta all'interno di un limite adeguato, il fenomeno in esame assumerà i connotati di una dinamica fisiologica connessa alla naturale rischiosità dell'attività di *lending*. Diversamente, nel caso in cui la degradazione degli attivi patrimoniali dovesse assumere una portata patologica, emergerebbero degli aspetti deleteri che lambiscono vaste aree dell'operatività bancaria. Il dibattito, in ambito accademico e politico, sulle tematiche inerenti alla presenza di *non-performing loans* nei bilanci delle istituzioni creditizie ha assunto un apprezzabile grado di effervescenza soltanto in concomitanza dell'esacerbarsi dei risvolti negativi per la stabilità complessiva del sistema. Nel nostro Paese, in cui la congiunzione di molteplici determinanti causali si è rivelata un potente elemento catalizzatore, che ha decretato l'ampliamento progressivo dello *stock* di esposizioni deteriorate, l'incidenza di tale fenomeno è stata maggiormente accentuata rispetto agli Stati europei più virtuosi.

L'intento basilare della presente ricerca è quello di indagare, con riferimento al contesto bancario italiano, la fondatezza empirica dell'ipotesi che costituisce il sostrato concettuale dell'elaborato, ovvero che sia possibile rinvenire una correlazione tra la qualità dei crediti erogati e la performance azionaria degli intermediari.

Il proposito di appurare se la relazione in questione sia effettivamente delineabile è stato perseguito attraverso l'identificazione di un *set* ampio e trasversale di banche, i cui titoli azionari sono negoziati sul mercato secondario, a cui ha fatto seguito il raffronto tra la serie dei rendimenti annuali conseguiti e le variabili esemplificative dell'incidenza del complesso di *non-performing loans* e delle politiche di *loan loss provisioning*, estratte dai bilanci degli intermediari.

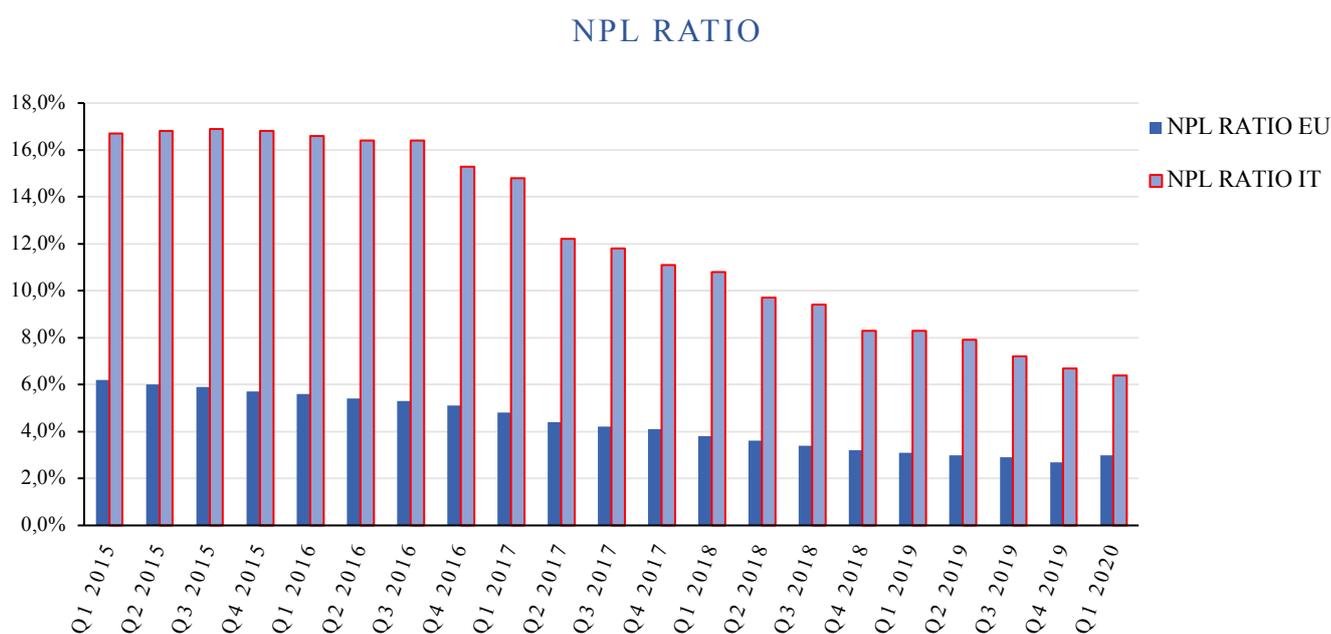
Il presente elaborato si articola in tre distinti capitoli, il primo dei quali si prefigge l'intento di far emergere le dinamiche che, nel nostro Paese, si manifestano a causa della deriva avversa di un volume consistente di relazioni creditizie, tratteggiando i caratteri generali del fenomeno in esame. Il capitolo II, mediante la disamina di quanto prodotto dalla letteratura scientifica sul tema, si propone di offrire un *insight* sui canali attraverso i quali il deterioramento dell'attivo patrimoniale può riverberarsi sui rendimenti azionari conseguiti, esercitando una costante pressione al ribasso. Il capitolo III, infine, si immerge nel nucleo tematico principale dell'opera, tentando di addurre delle argomentazioni, fondate sull'osservazione empirica, a sostegno dell'ipotesi fondante della presente ricerca.

CAPITOLO I: Indagine sulla rilevanza dei *non-performing loans* nel sistema bancario italiano

1.1 Quadro generale del fenomeno *non-performing loans*

Il vivace dibattito che negli anni recenti si è sviluppato, tanto in seno all'ambiente accademico quanto nei centri decisionali di rango più elevato a livello comunitario, sul deterioramento delle esposizioni creditizie presenti all'interno dei bilanci bancari ha sviscerato un nucleo tematico la cui rilevanza è progressivamente aumentata, in funzione dell'inasprimento delle problematiche relative alla presenza di un crescente *stock* di *non-performing loans*. Sebbene sia emersa successivamente al 2015, anno in cui il totale dei crediti deteriorati complessivamente detenuti dagli intermediari nazionali ha assunto il valore apicale di € 341 miliardi, un'evidente inversione di tendenza, il contesto italiano desta ancora delle perplessità, a causa della presenza di un volume di *non-performing loans* notevolmente superiore rispetto alla media europea. Il raffronto tra il valore assunto dal *NPL ratio* nel sistema italiano e quello emergente a livello continentale, corrispondente al rapporto tra crediti deteriorati (*non performing loans*) e il totale degli impieghi verso la clientela, alimenta il timore che il comparto bancario nazionale, qualora dovesse fronteggiare delle condizioni macroeconomiche avverse, possa costituire un elemento di vulnerabilità in grado di perturbare la stabilità finanziaria dell'intera Unione.

FIGURA 1.1



La gestione poco accorta dell'attività di *lending*, a causa dell'incremento considerevole del *risk appetite* che ha coinvolto trasversalmente il sistema bancario, senza tuttavia che quest'ultimo fosse compensato da un adeguato livello di *loan loss provisions* e di capitalizzazione delle banche, si associa alla possibilità che la deriva avversa delle relazioni contrattuali tra i debitori e le istituzioni creditizie possa comportare il deterioramento della qualità degli attivi patrimoniali delle stesse (Bongini *et al.*, 2019). L'analisi della natura specifica delle esposizioni deteriorate detenute dal sistema bancario italiano fa emergere un ulteriore aspetto di criticità, in quanto un valore che esprime oltre la metà di tale complesso è costituito da vere e proprie sofferenze. Il *cluster* in questione non presenta alcuna prospettiva di rientro *in bonis* e amplifica le difficoltà gestionali che si associano alla presenza di *non-performing loans* nei bilanci.

Una percentuale preponderante dello *stock* di NPLs che si è progressivamente accumulato nel settore bancario italiano è assistita da garanzie reali, il cui valore risulta mediamente congruo per assorbire le conseguenze dell'inadempimento (Barbagallo, 2017). Tale constatazione emerge come la logica conseguenza della stessa genesi del complesso di *non-performing loans*, che può essere ricondotta in misura prevalente al declino delle dinamiche relazionali tra il comparto bancario e le imprese non finanziarie. Il sistema economico italiano, che sopperisce alla limitata estensione del mercato azionario attraverso l'esaltazione del ruolo primario delle istituzioni creditizie, che fluidificano e stimolano l'economia reale attraverso la concessione dei finanziamenti, non può prescindere dal legame che si instaura tra gli intermediari e le imprese non finanziarie. Il tessuto produttivo nazionale, per giunta, è costituito in prevalenza da una miriade di aziende di piccole e medie dimensioni, il che fa presagire la difficoltà che le banche incontrano nel doversi relazionare con una molteplicità di interlocutori con esigenze poliedriche. Una percentuale che sfiora il 75% dello *stock* di *non-performing loans* deriva dal deterioramento delle posizioni creditizie assunte nei confronti del segmento *corporate* (Garrido *et al.*, 2016). Emerge, dunque, un'inequivocabile prevalenza del summenzionato ambito di operatività nel contribuire ad alimentare il fenomeno oggetto di disamina.

Sebbene risulti condiviso in ambito accademico che la problematica inerente all'ingente *stock* di *non-performing loans* accumulato dal comparto bancario italiano costituisca un elemento di debolezza che valica i confini di quest'ultimo e incide, all'interno di un contesto *bank-based*, sul tessuto economico a livello sistemico, è analogamente da evidenziare che la distribuzione dei debitori, il cui *status* ha subito un peggioramento, mostra una pronunciata variabilità regionale. Invero, benché sia necessario rilevare che la congiuntura economica sfavorevole ha comportato un deterioramento diffuso e generalizzato della qualità degli attivi bancari, che ha raggiunto il proprio apice nel 2015, tale fenomeno ha interessato le regioni settentrionali della penisola con un grado di intensità notevolmente inferiore rispetto alle restanti realtà territoriali italiane. Il maggior livello di criticità si è osservato in

alcune regioni meridionali che sono costrette a confrontarsi con un ambiente economico depresso e con una scarsa vitalità imprenditoriale, come la Calabria o la Basilicata (Garrido *et al.*, 2016).

Il sistema bancario italiano, anche a causa della necessità di recepire gli impulsi derivanti dalla vigilanza prudenziale, ha recentemente avvertito l'esigenza di invertire il *trend* relativo all'andamento crescente delle esposizioni deteriorate e di intraprendere un percorso virtuoso di graduale riduzione dei *non-performing loans*. Sebbene la permanenza di tali componenti dell'attivo patrimoniale all'interno dei bilanci bancari si associ a elevati costi amministrativi e all'incremento della complessità aziendale, innescando un circolo vizioso che lede la profittabilità dell'intermediario e interponendo un considerevole ostacolo alla predisposizione di maggiori *capital buffer*, nonché alla necessità di impiegare ingenti risorse in *loan loss provisions* (Caporale *et al.*, 2018), permangono, al contempo, numerosi elementi d'attrito che rendono il processo di contenimento dei *non-performing loans* dispendioso. Le banche italiane hanno storicamente palesato una carenza nella facoltà di predisporre dei *capital buffer* idonei, anche a causa della scarsa propensione a reperire delle adeguate risorse liquide in forma di *equity*, riconducibile in parte alla limitata estensione del mercato azionario nazionale. Il fattore in questione, congiuntamente alla persistente debolezza della profittabilità, ha reso la dismissione di tali *asset* deteriorati assai gravosa per gli intermediari, associandosi a un trasferimento di valore che defluisce dal sistema bancario verso i *players* che operano nel mercato secondario dei NPLs. Quest'ultimo, a causa del limitato grado di sviluppo e dell'accentuata illiquidità, impone un sensibile *valuation discount*, che fa sì che il valore di mercato degli *asset* in esame diverga da quello delle corrispondenti poste dell'attivo patrimoniale, concorrendo a deprimere il risultato di gestione delle istituzioni creditizie.

Un passaggio cruciale, nell'ottica di agevolare il processo di riduzione del complesso di esposizioni deteriorate, consiste nel porre le basi affinché il mercato nazionale sul quale avvengono le cessioni dei *non-performing loans* possa svilupparsi compiutamente, acquisendo maggiore liquidità e un grado superiore di competitività tra i *players* specializzati che vi operano. Il trasferimento di una consistente massa di attività non più performanti presenta il beneficio di alleviare il peso al quale gli intermediari sono sottoposti, risultando al contempo funzionale anche per i debitori, in quanto permette il loro sostegno diretto e l'eventuale iniezione di capitale nelle imprese che mostrano dei margini di vitalità tali da far presagire la possibilità di superare l'attuale fase di criticità. In ogni caso, affinché si renda possibile la riduzione del *valuation discount* preteso dal mercato, sarebbe auspicabile l'imposizione di standard uniformi per l'assegnazione agli *asset* in esame di un prezzo *fair* e la pubblicazione di un flusso di informazione privata detenuta dalle istituzioni creditizie, che possa agevolare il processo di *price discovery*, come lo storico dei pagamenti effettuati dal debitore e l'entità dei beni eventualmente conferiti in garanzia (Barbagallo, 2017).

Gli intermediari di dimensioni ridotte sono maggiormente esposti agli elementi di criticità menzionati, a causa della scarsità di risorse manageriali che possono essere impiegate nell'area operativa il cui *focus* è costituito dalla gestione dello *stock* di *non-performing loans*, della mancanza di competenze specifiche e della resistenza incontrata nell'accesso al mercato secondario per lo smobilizzo delle esposizioni deteriorate.

Presentandosi il caso in cui l'economia reale non riesce a fuoriuscire da una crescita prossima allo zero, la necessità di limitare le tensioni che affliggono le banche all'interno di un contesto *bank-based* e di attenuare il peso di un eccessivo complesso di *non-performing loans* sul settore bancario è stata avvertita chiaramente anche a livello istituzionale, inducendo il Governo nazionale a tentare di aggredire le numerose inefficienze di natura sistemica che concorrono al deterioramento della qualità degli attivi. Le riforme strutturali proposte hanno interessato l'ambito fiscale e quello processuale, senza tuttavia mostrare un grado di ambizione sufficiente per poter aspirare a essere di sostanziale beneficio per il sistema bancario globalmente inteso.

Sotto il primo profilo, si è proceduto a rimuovere il disincentivo che la precedente disciplina faceva emergere in tema di tassazione, penalizzando le banche più prudenti che erano propense ad attuare delle strategie radicali di *write-off* delle esposizioni deteriorate. La deducibilità fiscale dal reddito imponibile della posta *loan loss provisions* era, invero, limitata a una percentuale irrisoria dei finanziamenti concessi nel complesso, costituendo un ostacolo all'attuazione di un programma consistente di ammortamenti per sterilizzare le conseguenze negative della presenza di *non-performing loans* (Garrido *et al.*, 2016).

Il tema dell'irragionevole durata delle procedure concorsuali, vero *vulnus* che affligge il settore bancario e che contribuisce ad ampliare sensibilmente il divario esistente tra i *players* europei e quelli nazionali in relazione al *NPL ratio*, è stato solamente lambito dalle riforme che si sono susseguite negli anni. Inoltre, l'effetto di tali revisioni legislative si è dimostrato maggiormente efficace per consentire la riduzione dell'ulteriore flusso di esposizioni deteriorate, piuttosto che per contrastare lo *stock* esistente di *non-performing loans*. La mancanza di flessibilità delle procedure delineate dall'ordinamento giuridico e la complessità delle stesse rendono difficoltoso agire tempestivamente per incrementare la probabilità che l'azione legale abbia esito positivo. Le misure che prevedono l'assunzione diretta di un'iniziativa da parte dello stesso debitore per poter affrontare lo stato di crisi economica o di insolvenza, come il concordato preventivo, o che aspirano a consentire una parziale composizione dei configgenti interessi, attraverso un processo di mediazione dialettica, come gli accordi di ristrutturazione dei debiti o i piani di risanamento, si scontrano con la presenza di incentivi perversi, che induce i debitori ad adottare un comportamento passivo, quasi ostruzionistico. Inoltre, la disciplina generale del fallimento e quella relativa alle procedure concorsuali della liquidazione coatta

amministrativa e dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi non sembrano integrarsi in modo armonico, concorrendo alla formazione di un quadro legislativo eterogeneo e disorganico. Per giunta, sono sovente assenti, all'interno della magistratura, le competenze tecniche e specifiche per poter gestire in modo ottimale tale fase critica del ciclo aziendale; risulta privilegiato, pertanto, il ricorso immediato al processo di liquidazione dell'attivo, a discapito del tentativo di promuovere la ristrutturazione delle imprese.

1.2 Le cause dei NPLs

Per comprendere le dinamiche evolutive delle masse di esposizioni creditizie deteriorate è necessario evitare di soffermarsi esclusivamente sugli aspetti endogeni rispetto al sistema bancario nazionale. Invero, l'andamento complessivo dell'economia reale, che si cristallizza e diviene osservabile attraverso la variazione annuale del PIL, e la rapidità ed efficacia delle procedure di recupero dei crediti sono considerate le cause primarie e preponderanti del fenomeno oggetto di disamina. Assumono poi ulteriore rilievo, in tale ambito, l'efficacia delle politiche creditizie adottate e l'eventuale presenza di erogazioni in conflitto di interessi che, alterando il fisiologico processo di valutazione del profilo di solvibilità della controparte, espongono la banca alla possibilità che lo *stock* di *non-performing loans* si ampli in modo progressivo.

Alcune variabili di riferimento del settore bancario inducono un peggioramento della situazione patrimoniale degli intermediari, attraverso dei canali diretti che agiscono sul complesso di *non-performing loans*. La variazione assoluta dello *stock* di esposizioni deteriorate mostra sovente un differimento più o meno significativo, evidenza che pone l'accento sul fatto che l'oscillazione della massa di NPLs, constatabile in un dato istante di riferimento, si presenta come la risultante dell'influenza che alcune variabili *bank-specific* hanno esercitato in un arco temporale precedente. Le più significative, a tal proposito, sono il grado di profittabilità della banca, legato al livello di *non-performing loans* da una relazione negativa, e la propensione a concedere ulteriori risorse alle imprese non finanziarie, in quanto una fase espansiva del ciclo del credito si associa generalmente a un deterioramento della qualità degli attivi patrimoniali (Montanaro & Tonveronachi, 2017). L'andamento avverso dei citati parametri, agendo a livello microeconomico, presenta la tendenza ad accentuare gli effetti deleteri di portata sistemica indotti da alcuni aspetti esogeni, come il *trend* recessivo che può affliggere l'economia, il profilarsi di una spirale deflativa e le dinamiche del mercato immobiliare. Quest'ultima variabile, sebbene possa apparire ininfluente in relazione alla parabola del settore bancario, può esercitare un rilevante condizionamento a causa della possibilità che, a seguito di un tracollo del mercato

immobiliare, il valore reale delle garanzie che sovente assistono i finanziamenti concessi si deprime, alterando, di conseguenza, la propensione del debitore a onorare l'impegno assunto per evitarne l'escussione (Beck *et al.*, 2015).

1.2.1 Le determinanti esogene

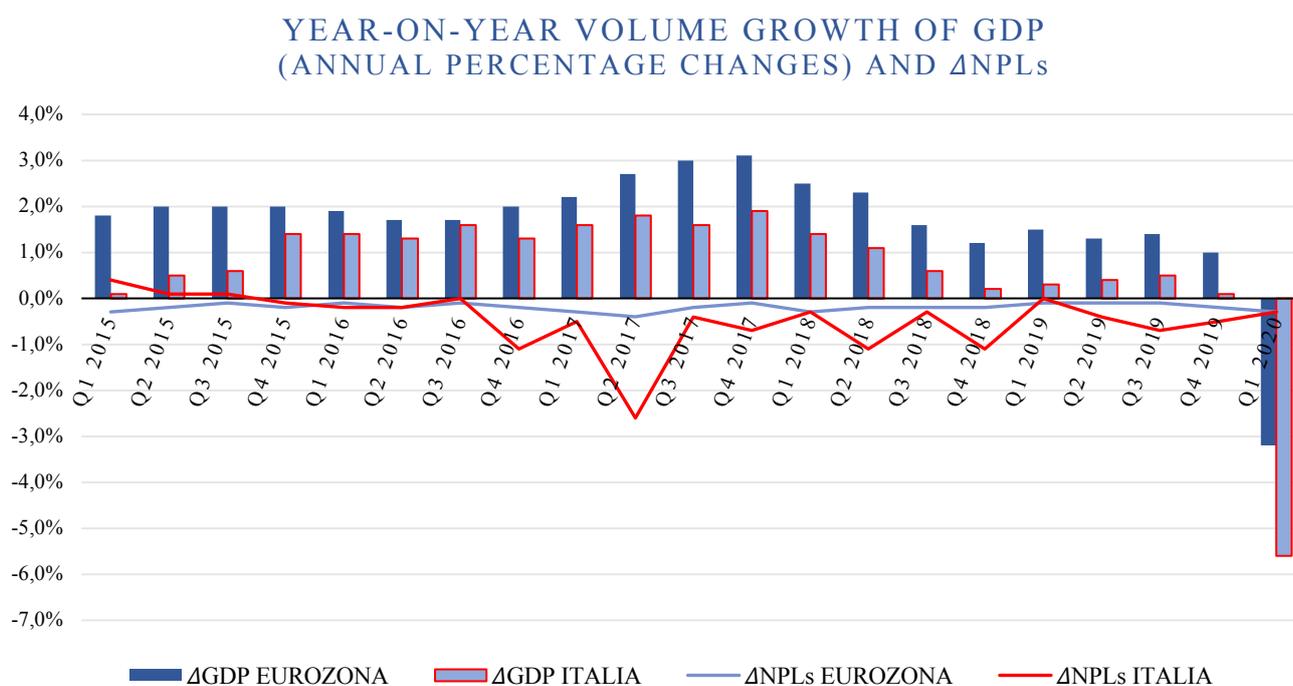
1.2.1.1 L'andamento recessivo del ciclo economico

La correlazione inversa rilevata dalle indagini empiriche tra l'andamento del PIL di un Paese e l'incidenza delle sofferenze testimonia la viscerale connessione esistente tra le fasi del ciclo economico che alternativamente si manifestano e l'ampiezza dello *stock* di *non-performing loans* che grava sulle istituzioni creditizie (Notarpietro & Rodano, 2016). La parabola discendente e recessiva che, in modo ciclico, può affliggere l'economia reale di un Paese si riverbera sui bilanci bancari. Il *trend* degli indicatori che permettono di monitorare il rischio di credito a cui sono soggetti gli intermediari, come il *NPE ratio*, corrispondente al rapporto tra esposizioni deteriorate (*non performing exposure*) e il totale dei crediti erogati, risente in modo evidente anche dell'inevitabile contrazione degli attivi di tali soggetti, determinata in parte dalla riduzione della capacità di raccolta sui mercati, a causa della crisi di fiducia che rischia di travolgerli (Barbagallo, 2017).

All'estremo opposto, una fase espansiva del ciclo economico si associa alla riduzione progressiva del livello di *non-performing loans* attraverso molteplici canali di influenza. *In primis*, l'espansione dell'erogazione dei finanziamenti che sorregge lo sviluppo economico, resa possibile dal miglioramento delle prospettive di investimento delle imprese non finanziarie, tende di per sé a dilatare il denominatore del *NPE ratio*. Inoltre, il nuovo flusso di crediti deteriorati, a causa della generale riduzione della probabilità di *default* delle imprese, mostra la tendenza ad attestarsi su valori notevolmente inferiori rispetto alle fasi in cui la congiuntura economica non risulta così favorevole (Mohaddes *et al.*, 2017). Parallelamente, un incremento della profittabilità bancaria e un risultato di gestione maggiormente positivo, associandosi sovente a un più generoso stanziamento di risorse per effettuare i necessari accantonamenti, possono fungere da elemento propulsore per la riduzione dello *stock* pregresso di *non-performing loans*. Il rilievo primario che l'andamento del ciclo economico esercita sul complesso di esposizioni deteriorate viene ulteriormente amplificato dalla stretta relazione che si instaura tra il sistema bancario e l'economia reale in un contesto *bank-based*, in cui le istituzioni creditizie subiscono in modo più diretto e accentuato le oscillazioni riguardanti l'ambito *corporate*. Come emerge dal grafico seguente (FIGURA 1.2), la crescita dell'economia italiana, se messa in relazione ai

valori associati al totale dei Paesi che costituiscono l'eurozona, appare claudicante e incerta. L'ampiezza dello *stock* di NPLs accumulato dal nostro sistema bancario, tratteggiato nella FIGURA 1.1, fa sì che il processo di convergenza verso la media europea sia ancora lontano dal concludersi, sebbene la riduzione annuale del complesso di esposizioni deteriorate sia stata ultimamente più accentuata a livello nazionale.

FIGURA 1.2



Fonte dei dati: EBA Risk Dashboard

1.2.1.2 L'inefficienza delle procedure concorsuali

Come anticipato nel paragrafo 1.1, un tema annoso con cui gli intermediari bancari che operano sul territorio nazionale devono confrontarsi è quello dell'eccessivo indugio delle procedure di recupero dei crediti, la cui durata media si attesta su valori notevolmente superiori rispetto a quelli che caratterizzano gli altri Paesi europei. Tale fenomeno, seppur completamente estraneo alla sfera di incidenza del management, che ne subisce passivamente le dinamiche, determina il cristallizzarsi di un sostrato istituzionale che si traduce in un rilevante svantaggio competitivo e che rende poco coerente e lineare il processo di riduzione dello *stock* di *non-performing loans*. In particolare, durante le fasi recessive del ciclo economico, la capacità dei vari tribunali di esaminare le pratiche emergenti risulta sovente incongrua rispetto alle necessità che si palesano, in virtù dell'esacerbarsi delle difficoltà economiche affrontate da un novero crescente di imprese (Barbagallo, 2017). Il fenomeno in esame tende ad avere come ripercussione più evidente e immediata il dilatarsi della durata delle procedure concorsuali avviate per il recupero dei crediti erogati dalle banche.

1.2.2 Le determinanti endogene

1.2.2.1 Le politiche del credito

I processi che precedono l'effettiva erogazione dei finanziamenti alle imprese, ovvero l'istruttoria e la delibera, rappresentano il presidio della gestione prudente dell'attività di *lending* da parte degli intermediari. La formazione di un'ingente massa di esposizioni deteriorate può essere la conseguenza di frizioni interne, che non permettono il corretto estrinsecarsi delle procedure di selezione preliminare dei debitori e che culminano in decisioni di erogazione inadeguate. Anche prescindendo dal caso limite di erogazioni apertamente fraudolente, tale delicata fase del processo di *lending* può subire delle deviazioni pronunciate, a causa della presenza di meccanismi incentivanti distorti e di un sistema di deleghe inappropriato. La letteratura scientifica ha identificato alcuni casi in cui la componente variabile della remunerazione del personale viene determinata con riferimento al tasso di espansione delle attività, in ottemperanza alle disposizioni del vertice aziendale, che impongono di stimolare una consistente e duratura crescita degli impieghi (Acharya & Naqvi, 2012; Barbagallo, 2017). Una simile configurazione della remunerazione potrebbe favorire l'affermarsi di condotte negligenti e imperite durante il processo di valutazione del profilo di solvibilità della controparte, che non di rado si tramutano in politiche creditizie eccessivamente espansive. Inoltre, la facoltà di concedere dei finanziamenti di importo significativo può venir attribuita, attraverso un sistema di deleghe eccezionalmente accentuato, a dei centri decisionali periferici e marginali (Barbagallo, 2017). Di conseguenza, la probabilità che gli *asset* in esame seguano una parabola sfavorevole, trasformandosi in *non-performing loans*, potrebbe subire un incremento.

L'insorgere di particolari condizioni esogene può altresì assecondare l'affermazione di pratiche creditizie non virtuose. La persistente abbondanza di risorse liquide, che in determinate circostanze vengono immesse nel sistema bancario dai depositanti, potrebbe indurre gli intermediari a delineare dei quadri strategici che prevedono l'ampliamento del proprio attivo patrimoniale attraverso la concessione di ulteriori finanziamenti all'economia reale.

Una simile congiuntura affonda sovente le proprie radici in uno scenario macroeconomico caratterizzato dalla percezione diffusa che l'assunzione diretta di rischi finanziari possa esporre gli agenti a delle eventualità avverse, a causa dell'elevata volatilità che affligge i mercati finanziari e delle prospettive incerte dell'economia reale, che appare claudicante. Per i risparmiatori, pertanto, si genera l'incentivo a non immettere autonomamente le risorse finanziarie di cui dispongono all'interno del ciclo produttivo o del circuito finanziario, affidando piuttosto tale *surplus* all'azione mediatrice del settore bancario (Gatev & Strahan, 2006). Si assiste, dunque, al sensibile aumento della raccolta di

risorse liquide presso la platea dei risparmiatori, attraverso il ricorso sempre più trasversale agli strumenti finanziari che vengono percepiti come sostanzialmente privi di rischi, come i depositi bancari. Il fenomeno in questione, definito nel gergo anglosassone *flight to quality*, fa sì che le istituzioni creditizie possano disporre di un ammontare di liquidità perfino eccessivo, per il quale potrebbero latitare, in ultima analisi, delle valide prospettive di impiego redditizio (Acharya & Naqvi, 2012).

In un simile scenario macroeconomico, è possibile che si insinuino nel management la percezione che le risorse a disposizione della banca non siano contingentate. La presunta assenza di un vincolo esterno, costituito dalla necessità di relazionarsi con delle disponibilità liquide quantomeno limitate, accentua il rischio che insorgano delle alterazioni nelle corrette procedure del ciclo di concessione del credito, a causa dell'esacerbarsi dell'azzardo morale nell'assunzione di posizioni oltremodo rischiose; quest'ultime saranno soggette alla tendenza a mutare in *non-performing loans*.

Tali prospettive infauste tendono a materializzarsi in contesti in cui la disponibilità di un'anomala ondata di liquidità delinea l'aspettativa di poterla impiegare per ampliare il perimetro operativo di un intermediario bancario, facendo affidamento sull'illusoria convinzione che non possa manifestarsi, nel breve periodo, un *deficit* delle stesse riserve liquide, determinato dal repentino restringimento del bacino di risorse rappresentato dai depositi, nel caso in cui divenga palese una sopravvenuta riduzione del valore dell'attivo patrimoniale (Acharya & Naqvi, 2012). Una simile valutazione erronea, specialmente in presenza di un sistema di remunerazione che riconosce generosi *bonus* in funzione del volume di *asset* che vengono inglobati all'attivo, genera la diffusione di un atteggiamento frenetico ed eccessivamente improntato all'assunzione di rischi, che coinvolge il management. Quest'ultimo, a causa della disponibilità di ingenti risorse liquide, sembra manifestare la tendenza a ignorare il fatto che un'esposizione imprudente dell'intermediario bancario verso *asset* che presentano un elevato livello di rischiosità possa far precipitare la stesso in una spirale avversa. Emerge, dunque, l'annoso tema legato alle conseguenze negative derivanti dal non perfetto allineamento degli interessi rispettivamente facenti capo agli *shareholders* e al management, insanabile fonte di tensioni intestine e comportamenti opportunistici.

L'incauto ottimismo, derivante dalla crescita dei finanziamenti concessi, potrebbe alterare la corretta determinazione del *price* degli *asset*, elemento finale di un complesso procedimento che prevede la disamina delle specifiche caratteristiche, qualitative e quantitative, di ogni potenziale debitore, compromettendo la facoltà della banca di applicare un corretto tasso di interesse in funzione del rischio di credito che assume concedendo delle risorse finanziarie (Montanaro & Tonveronachi, 2017). In una simile eventualità, il tasso d'interesse applicato non riesce a riflettere il reale grado di rischiosità dell'attività di *lending* e il profilo di rischio-rendimento degli strumenti in esame risulta distorto.

Nello scenario appena delineato, nel quale non vi è il necessario rigore nel processo *pricing*, nella valutazione del merito creditizio del debitore e nella decisione finale di erogazione, sono presenti gli elementi che, con elevata probabilità, condurranno al sensibile deterioramento del portafoglio prestiti e all'ampliamento dello *stock* di NPLs. Il tema legato all'*agency theory* e l'espansione tumultuosa dell'attivo patrimoniale, attraverso la concessione di ingenti finanziamenti all'economia reale, costituiscono delle determinanti di prim'ordine dell'incremento del complesso di *non-performing loans*, che ha recentemente afflitto il sistema bancario.

All'estremo opposto, anche qualora il grado di liquidità di un intermediario, che emerge attraverso la comparazione delle esposizioni creditizie detenute con la massa totale passiva rappresentata dai depositi, resa possibile dall'analisi dei valori assunti dal *loan-to-deposit ratio*, dovesse risultare eccessivamente scarso, l'incidenza esercitata da alcune variabili sull'andamento dei *non-performing loans* ne risulterebbe condizionata (Pop *et al.*, 2018). L'assunto in esame suppone che la scarsa liquidità di un novero consistente di istituzioni amplifichi l'effetto di alcuni fattori identificati dalla letteratura scientifica come cruciali per la destabilizzazione del sistema.

Prescindendo dall'analisi di ulteriori tratti peculiari, le banche che soffrono di una carenza di liquidità sono maggiormente inclini a subire le conseguenze esiziali di una gestione strategica carente, derivante dall'inadeguatezza e imperizia del vertice aziendale. Tale aspetto è testimoniato dalla relazione inversa che emerge tra il *return on assets* (ROA), indice che sintetizza la capacità del management di generare valore attraverso l'attivo patrimoniale di riferimento, e l'andamento delle esposizioni deteriorate (Berger & De Young, 1997). Parallelamente, una simile condizione idiosincratICA di illiquidità concorre ad amplificare l'influsso negativo di vari elementi macroeconomici, come l'esacerbarsi di una fase avversa del ciclo economico o l'aumento del livello di disoccupazione, mentre la sensibilità del complesso di NPLs al tasso di inflazione subisce un'evidente contrazione. L'andamento crescente del tasso di inflazione, riducendo per i debitori l'onerosità in termini reali dei finanziamenti di cui hanno beneficiato, presenta delle ripercussioni positive sullo *stock* di *non-performing loans* detenuto, agevolandone il progressivo contenimento. Nel caso in cui il *loan-to-deposit ratio* si attesti su valori eccessivamente elevati, le indagini empiriche evidenziano che l'effetto giovevole esercitato dal livello di inflazione sui crediti deteriorati si affievolisce (Pop *et al.*, 2018).

Di conseguenza, una politica creditizia aggressiva che favorisce l'espansione incondizionata dei finanziamenti espone la banca a una maggiore vulnerabilità, a causa dell'influenza più accentuata che viene esercitata sullo *stock* di *non-performing loans* da alcuni fattori di natura sia endogena sia esogena.

1.2.2.2 Le erogazioni in conflitto di interessi

Emerge con evidenza la necessità di evitare che determinati soggetti, sui quali ricade la responsabilità delle decisioni di erogazione dei finanziamenti, abbiano la facoltà di occultare le ripercussioni conseguenti a delle relazioni contrattuali rivelatesi, *ex post*, fallimentari. In particolare, la letteratura scientifica ha notato che potrebbe sorgere l'incentivo a ostacolare o differire l'implementazione tempestiva degli interventi gestionali che, sebbene necessari per mitigare gli effetti negativi dei *non-performing loans*, renderebbero palese l'imperizia che ha generato la situazione di criticità riscontrabile (Akins *et al.*, 2017). La necessità di limitare la discrezionalità di tali soggetti, chiaramente non idonei a valutare gli interventi da adottare in caso di difficoltà del debitore, suggerisce l'opportunità di prevedere la presenza di centri decisionali indipendenti che possano arginare i comportamenti eticamente scorretti.

Il diffondersi della corruzione all'interno dei quadri gerarchici di un intermediario è un fenomeno dal quale il sistema bancario non può ritenersi aprioristicamente esente, nonostante la gravità dello stesso vari considerevolmente a seconda del Paese in esame (Adams, 1991). Le conseguenze che vi si associano possono comportare delle ripercussioni il cui nocumento è proporzionale alla rilevanza del livello gerarchico coinvolto dal dilagare della corruzione e, qualora dovesse riguardare dei soggetti che rivestono dei ruoli nel processo di concessione dei finanziamenti all'economia reale, potrebbe ostruire i canali mediante i quali le banche pervengono a un'equilibrata gestione del rischio di credito insito nell'attività di *lending* (Akins *et al.*, 2017).

FIGURA 1.3

<i>Lending corruption</i>			<i>Lending corruption</i>		
Country	(mean)	# Firms	Country	(mean)	# Firms
Argentina	1.518	85	Malaysia	1.746	59
Azerbaijan	2.944	90	Mexico	2.011	88
Bolivia	1.651	86	Pakistan	2.446	74
Bosnia	1.714	42	Panama	1.407	81
Botswana	1.178	45	Peru	2.195	87
Brazil	1.291	79	Philippines	2.200	90
Canada	1.071	84	Poland	1.390	164
Chile	1.224	85	Portugal	1.453	75
Colombia	1.591	88	Russia	1.914	314
Costa Rica	1.778	81	Senegal	1.647	17
Croatia	1.827	98	Slovakia	2.040	75
Czech Rep	1.904	73	Slovenia	1.243	115
Ecuador	2.663	86	South Africa	1.127	71
El Salvador	1.728	81	Spain	1.263	76
Germany	1.516	62	Thailand	3.308	13
Ghana	1.800	25	Turkey	2.349	126
Honduras	2.051	39	UK	1.045	66
Hungary	1.528	72	US	1.481	79
India	1.554	130	Ukraine	1.957	139
Italy	1.175	57	Uruguay	1.137	73
Kenya	1.455	44	Venezuela	1.550	80
Lithuania	2.300	60	Zimbabwe	1.526	57

FONTE: Akins *et al.*, 2017

Nelle circostanze in cui le fasi del processo di valutazione del merito creditizio del debitore siano state colposamente alterate, i parametri valutativi, che vengono attribuiti ai beneficiari delle erogazioni effettuate in un contesto caratterizzato dalla condotta fraudolenta di uno o più soggetti interni alla banca, possono apparire incongrui a soddisfare gli standard qualitativi che vengono imposti come presidio per la stabilità della stessa (Barth *et al.*, 2009; Beck *et al.*, 2006). In tal modo si amplifica il rischio che le posizioni creditizie in esame siano soggette a deterioramento, a causa del declino delle prospettive economiche dei debitori, aggravando ulteriormente la pressione esercitata dal complesso di *non-performing loans* sul sistema bancario.

Le modalità attraverso le quali la corruzione può insinuarsi in ciascun livello del quadro gerarchico di un intermediario risultano eterogenee e molteplici, venendosi a delineare, pertanto, un'ampia gamma di potenziali condotte fraudolente dei *loan officers*. Quest'ultima si estende dall'eventualità più frequente, che consiste nell'imposizione al potenziale debitore del versamento di tangenti come corrispettivo della futura erogazione dei finanziamenti, fino al caso limite, costituito dalla segreta intesa collusiva con i debitori apparenti. L'intento che anima il soggetto corrotto è, dunque, quello di perpetrare un atto illecito, concedendo delle risorse liquide a dei debitori fittizi e partecipando alla successiva ripartizione dei fondi distratti (Akins *et al.*, 2017).

Il possibile inquinamento del processo di *lending* può essere ricondotto, in ultima analisi, al modello teorico ricorrente dell'*agency theory*, in cui l'anello gerarchico vizioso è indotto dalle circostanze ambientali a ritenere che, attraverso l'adozione di un codice etico distorto, i benefici privati estraibili a discapito degli *shareholders* della banca e dei depositanti siano superiori rispetto alle conseguenze negative potenzialmente emergenti (Akins *et al.*, 2017). Queste ultime, inoltre, devono essere ponderate per la probabilità che la condotta fraudolenta venga alla luce (Barth *et al.*, 2009). Pertanto, qualora il comportamento illecito resti celato, la prospettiva di ottenere l'impunità può costituire, per i *loan officers*, un incentivo perverso a discostarsi dalle pratiche manageriali virtuose.

1.2.2.3 Le carenze nei processi operativi e gestionali

Lo stesso assetto organizzativo adottato da molteplici intermediari bancari, lungi dall'essere funzionale a rendere maggiormente efficaci le procedure di recupero dei crediti erogati, costituisce a sua volta un ulteriore impedimento, di genesi endogena, alla riduzione dello *stock* di *non-performing loans*. Emerge, con frequenza non trascurabile, il perpetuarsi di uno squilibrio di risorse manageriali e di personale specializzato che caratterizza le fasi coinvolte nella gestione del rischio di credito a cui la banca risulta esposta. La gerenza delle relazioni giuridiche dalle quali hanno avuto origine i NPLs deteriorati coinvolge delle aree di operatività eterogenee e richiede molteplici conoscenze

specialistiche in ambito giuridico, economico e statistico, congiuntamente a idonee competenze organizzative. Il *focus* primario viene sovente posto sulle attività di concessione e monitoraggio dei finanziamenti, percepite come il nucleo essenziale del processo di *lending*, mentre l'unità funzionale dedicata alla gestione del contenzioso e al recupero del credito ha visto pregiudicato il proprio orizzonte d'azione, a causa della carenza di risorse disponibili (Barbagallo, 2017). Un simile pregiudizio deriva, *in primis*, dall'errata percezione del limitato valore aggiunto che tali aree possono generare e ha comportato delle conseguenze tangibili per le banche meno lungimiranti.

La scarsa tempestività dell'intervento di alcuni intermediari, che ha la propria genesi nelle dinamiche appena esposte, lede sensibilmente la capacità di recupero del credito concesso a dei soggetti che non sono più in grado di onorare l'impegno originariamente assunto. Il trascorrere di un significativo arco temporale erode la probabilità che il contenzioso in essere si risolva in modo positivo. Inoltre, assume rilievo strategico la prospettiva di implementare delle tecniche innovative e tecnologicamente avanzate nel processo di monitoraggio delle posizioni bancarie, al fine di rendere maggiormente agevole e tempestiva l'individuazione dei segnali di sofferenza dei debitori. L'intervento sollecito a supporto dell'impresa, quando la fase critica attraversata da quest'ultima è soltanto embrionale, è associato a ottime probabilità di rientro *in bonis* della posizione (Barbagallo, 2017).

Pur rappresentando un elemento di vulnerabilità potenzialmente in grado di generare delle profonde ripercussioni avverse, la gestione del complesso di *non-performing loans* è stata sovente un argomento estraneo all'ingerenza diretta dei vertici aziendali, i quali hanno mostrato uno scarso coinvolgimento nella definizione delle linee strategiche per la riduzione delle esposizioni deteriorate. Tale tendenza ha subito recentemente un mutamento radicale, a causa della necessità di assecondare le pretese della vigilanza prudenziale, decisamente incline a contrastare vigorosamente il dilagare dei *non-performing loans*.

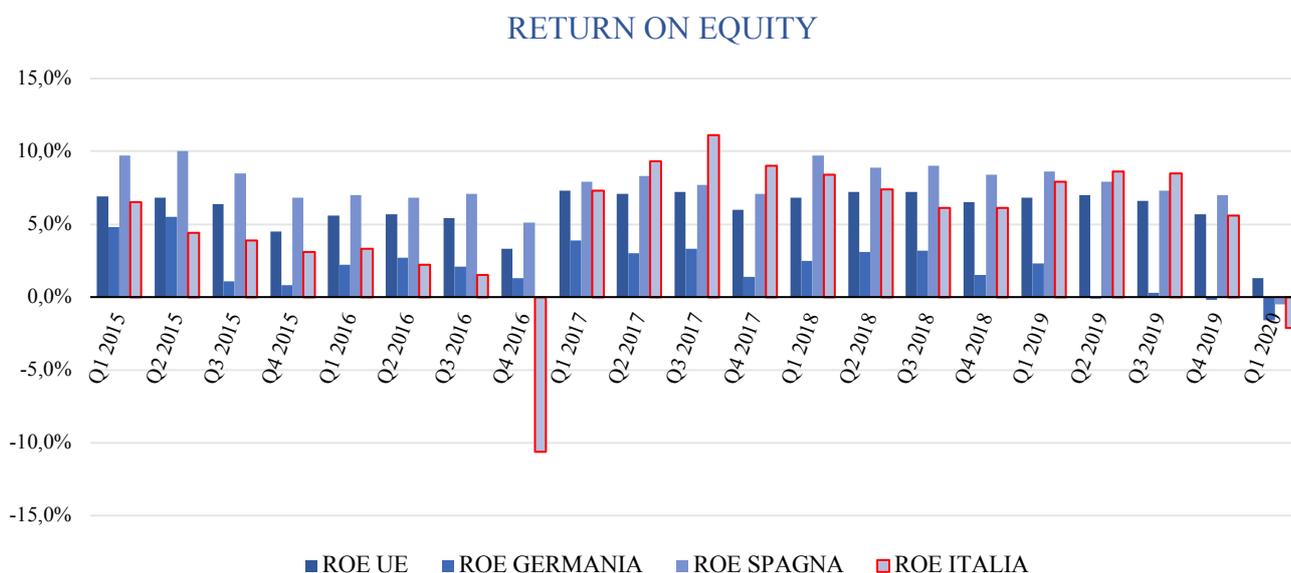
1.3 Analisi generale dei caratteri del sistema bancario italiano

Affinché si pongano le fondamenta per perseguire l'obiettivo di ridurre gradualmente l'incidenza dello *stock* di *non-performing loans* a livello aggregato e si renda possibile l'adozione di una strategia proattiva con riferimento al tema in esame, appare imprescindibile considerare non soltanto le determinanti di tale fenomeno, ma anche la variabile relativa alla velocità con la quale vengono eliminati i crediti deteriorati dall'attivo patrimoniale. Il flusso citato risente del valore assunto dal rapporto tra il volume delle componenti negative associate alle varie strategie di gestione dei *non-performing loans*, che saranno singolarmente analizzate nel paragrafo 1.5 e che sono a loro volta

correlate a dei fattori istituzionali e fiscali, e le risorse economiche che le banche possono a tal fine destinare, derivanti in misura preponderante dalla capacità reddituale delle stesse.

Quest'ultimo aspetto costituisce un ulteriore elemento di vulnerabilità del comparto bancario italiano, in quanto la carenza evidenziata dalla redditività degli intermediari nazionali, il cui *return on equity* (ROE) ha manifestato un andamento quantomeno deludente, rappresenta un persistente impedimento al proposito di intraprendere un percorso virtuoso di riduzione delle esposizioni deteriorate. Le rilevanti anomalie negative che emergono attraverso la comparazione della redditività del settore bancario italiano con i valori emergenti a livello europeo tratteggiano uno scenario che appare tutt'altro che roseo, insinuando il ragionevole sospetto che la stessa non sia sufficientemente elevata per garantirne la resilienza dinanzi a degli eventi economici di portata straordinaria e per assecondare la maggiore rischiosità che caratterizza il nostro sistema-Paese (Montanaro & Tonveronachi, 2017).

FIGURA 1.4



Fonte dei dati: EBA Risk Dashboard

L'indagine della genesi di tale differenziale non può tacere l'influenza esercitata da alcuni fattori strutturali avversi, il cui rilievo è stato poi significativamente accentuato da elementi ciclici, e il ruolo delle sanguinose inefficienze operative che affliggono il sistema. Gli intermediari italiani hanno subito in modo particolarmente pronunciato l'erosione del margine di interesse, la cui flessione, derivante dalla sensibile riduzione del differenziale tra il rendimento dei finanziamenti erogati e il costo della raccolta, ha inciso negativamente su quella che rappresenta la principale componente della redditività bancaria nel contesto italiano (Albertazzi *et al.*, 2016). Di conseguenza, le istituzioni creditizie hanno manifestato la tendenza ad attuare una strategia di diversificazione dei ricavi che potesse colmare, almeno parzialmente, la lacuna che si è generata in un ambito operativo cruciale per la redditività degli stessi.

Sebbene l'ampliamento dei propri orizzonti competitivi, attuato attraverso l'inclusione nel proprio paradigma di *business* di molteplici attività generatrici di *non-interest income* e l'adozione di una strategia meno vocata alla specializzazione del portafoglio prestiti, abbia garantito la sopravvivenza di numerose istituzioni creditizie, l'assenza di un significativo incremento del flusso di ricavi non ha sovente permesso di generare una redditività sufficiente a compensare la necessità di confrontarsi con un contesto nazionale più rischioso rispetto a quello in cui operano i principali *competitors* europei. Come delineato nel paragrafo 1.1, la pronunciata frammentazione e la fragilità del sistema produttivo italiano, articolato in una miriade di aziende di dimensioni modeste, hanno favorito l'affermazione di un concetto di operatività bancaria focalizzato sull'intermediazione creditizia al dettaglio, a cui si associa la necessità di prevedere un'accentuata ramificazione territoriale. Da ciò derivano le profonde criticità riscontrate, costituite *in primis* dall'inevitabile esplosione dei costi medi unitari e dalla difficoltà di ottimizzare la rete di sportelli capillarmente diffusa a livello locale, che emergono a causa dell'insorgere di un *deficit* di efficienza in grado di deprimere ulteriormente la redditività degli intermediari (Albertazzi *et al.*, 2016).

Le complesse dinamiche strategiche tratteggiate rappresentano la risposta del settore bancario alla riduzione dello *spread* che in passato rendeva maggiormente redditizia l'attività di finanziamento dei progetti imprenditoriali delle imprese non finanziarie presenti sul territorio nazionale. Il profilo di rischio mediamente elevato associato al sistema-Paese italiano, che ha per giunta subito un incremento negli anni recenti, giustificherebbe l'imposizione di tassi d'interesse in grado di generare dei ritorni sufficientemente ingenti. Tuttavia, l'erosione del margine d'interesse, che all'impronta potrebbe sembrare controintuitiva, si è generata sia a causa della volontà, protrattasi nel corso degli anni, della Banca centrale europea di stimolare l'economia reale attraverso degli impulsi monetari espansivi, sia come risultato di uno scenario competitivo caratterizzato da un eccesso di concorrenza. L'antagonismo, che si genera quando subentra la necessità di concorrere per poter impiegare in modo proficuo le risorse di cui le banche dispongono, costituisce un incentivo a ridurre il premio per il rischio, nel tentativo di attrarre una percentuale congrua di potenziali debitori (Montanaro & Tonveronachi, 2017). Sebbene sia attualmente in essere un processo di concentrazione del sistema bancario italiano, quest'ultimo continua a caratterizzarsi per l'elevata frammentazione dal lato dell'offerta di credito e per la presenza di un numero considerevole di istituzioni di dimensioni modeste. Un simile scenario costituisce un fertile sostrato per l'insorgere del fenomeno dell'*overbanking*, determinato dalla sproporzione tra il grado di bancarizzazione del Paese e il numero di intermediari operanti (Montanaro & Tonveronachi, 2017), i cui risvolti saranno delineati nel paragrafo 2.4.

La capitalizzazione carente delle banche italiane, come è emerso anche dalle valutazioni effettuate nel paragrafo 1.1, ha ulteriormente accentuato la riluttanza a porre in essere un'efficace politica di

aumento delle rettifiche del valore delle esposizioni bancarie, elemento propedeutico alla loro dismissione attraverso delle operazioni di deconsolidamento patrimoniale. La vulnerabilità del capitale degli intermediari operanti sul territorio nazionale, che emerge dalla constatazione dei valori significativamente elevati assunti dal rapporto tra il totale dei *non-performing loans* netti detenuti e il patrimonio di vigilanza, tratteggia uno scenario caratterizzato dal concreto rischio che le perdite sui crediti deteriorati non soggetti a svalutazione possano eroderne l'*equity*. I *capital ratios* costantemente inferiori rispetto alla media europea sono ulteriormente gravati dalla maggiore *RWA density*, ovvero il livello medio della ponderazione per il rischio per unità di esposizione, che altresì riflette l'elevato peso attribuito alle esposizioni deteriorate (Montanaro & Tonveronachi, 2017). Se da un lato il divario esistente tra il ROE delle banche italiane e il rendimento preteso dal mercato rende particolarmente ardua l'implementazione di una strategia che prevede il ricorso al mercato azionario per reperire risorse liquide funzionali all'incremento della capitalizzazione, dall'altro gli stringenti requisiti patrimoniali imposti dalla vigilanza prudenziale hanno limitato il raggio d'azione degli intermediari, precludendo, in alcune circostanze, la possibilità di intraprendere delle operazioni potenzialmente in grado di incrementare la redditività degli stessi (Montanaro & Tonveronachi, 2017). Pertanto, si viene a comporre un circolo vizioso che costituisce un rilevante impedimento al consolidarsi dei presupposti propizi per la riduzione consistente del complesso di *non-performing loans*.

Le considerazioni che precedono permettono di indagare le ripercussioni che si generano sull'andamento dei titoli azionari bancari, alla luce della consapevolezza degli elementi di vulnerabilità riscontrati nel sistema nazionale. Le variabili evocate, tra le quali figurano *in primis* la redditività delle banche, l'ampiezza dello *stock* di crediti deteriorati, la politica di distribuzione dei dividendi e l'efficienza nella gestione dei costi operativi, hanno una notevole influenza sulle valutazioni del mercato. L'ampliamento del quadro d'indagine oltre i confini europei, con l'inclusione del *cluster* degli intermediari statunitensi tra il novero di *comparables* con cui è possibile confrontare le dinamiche che si manifestano all'interno del sistema bancario nazionale, ci restituisce uno scenario che appare quasi desolante. Emerge, nello specifico, un abissale divario tra la performance decisamente debole dei titoli azionari delle istituzioni creditizie italiane, ma il *gap* menzionato coinvolge in modo trasversale tutto lo scenario europeo, e quella assai più brillante conseguita dai *competitors* d'oltreoceano (Simmons & Vander Vennet, 2020).

Un *driver* primario della performance bancaria risulta essere la redditività di tali *players*, le cui dinamiche possono essere indagate attraverso il riferimento al *return on assets*. Mentre è possibile constatare che, nel caso degli intermediari statunitensi, l'indicatore in questione ha beneficiato di un consistente incremento negli anni che seguono la *Global Financial Crisis*, nel contesto europeo l'indice in esame ha registrato un *trend* deficitario. Nell'ultimo decennio l'andamento del *market-to-*

book ratio relativo alle banche statunitensi e italiane è risultato divergente, anche a causa dell'incidenza esercitata dall'imposizione da parte della Banca centrale europea di una politica monetaria espansiva, che, come precedentemente indicato, ha condotto alla compressione prolungata e consistente dei tassi e alla conseguente riduzione del margine di interesse delle istituzioni creditizie.

Inoltre, la qualità del portafoglio prestiti rappresenta un elemento analitico primario per comprendere l'andamento del *market-to-book ratio*, in quanto tale indicatore è positivamente correlato alla valutazione formulata dagli agenti economici che operano sul mercato azionario relativamente all'adeguatezza del *coverage ratio* conseguito. La ponderazione della qualità degli attivi patrimoniali, appurato che la letteratura scientifica è ormai concorde nell'affermare l'esistenza di una relazione inversa tra la dimensione dello *stock* di esposizioni deteriorate e il *market-to-book ratio*, contribuisce al peggioramento della performance degli intermediari italiani, dovendo questi ultimi confrontarsi con un complesso di *non-performing loans* assai consistente (Simoens & Vander Vennet, 2020).

1.4 L'assetto regolamentare e le politiche di *loan loss provisioning*

Le variegata e molteplici ripercussioni che si associano alla deriva avversa delle relazioni con dei debitori che disattendono le aspettative originarie di un intermediario creditizio sono state a lungo affette da indeterminatezza. Il quadro normativo orientativamente scarno e la tendenza a trascurare una dinamica economica di cui non si riusciva a percepire *in toto* la rilevanza sistemica hanno permesso la genesi di uno scenario caratterizzato da frammentazione e disorganicità a livello europeo. In tale contesto è emersa la difficoltà di ricondurre ogni manifestazione singolare del fenomeno in esame a una visione unitaria e complessiva, che permetta di tratteggiare delle strategie risolutive che siano espressione di un orientamento condiviso in ambito comunitario. La stessa locuzione generica "credito deteriorato" è stata a lungo priva di una determinazione univoca e ciò ha comportato che si incontrassero delle difficoltà nel pervenire a una definizione puntuale del tema affrontato. Si è resa palese, pertanto, la necessità di cristallizzare preventivamente alcuni concetti basilari, costituendo *ex ante* la sintassi della materia in esame.

Di conseguenza, l'Autorità bancaria europea (ABE), l'agenzia comunitaria investita della facoltà di attuare un *corpus* normativo comune per la regolazione del settore bancario degli Stati membri, ha formulato, nel Regolamento noto come "*Norme tecniche di attuazione dell'ABE sulle segnalazioni di vigilanza*", una definizione uniforme di *non-performing exposure*. Quest'ultima si pone nell'ottica di incrementare l'immediatezza con la quale è possibile raffrontare le rilevazioni provenienti da diversi Paesi dell'Unione Europea, prescindendo dalle differenti sfumature riguardanti i concetti di

riduzione di valore e di *default*. La nozione armonizzata proposta dall’Autorità bancaria europea, assumendo come propri principi fondanti il criterio dell’inadempienza probabile e quello dell’esposizione scaduta, permette l’identificazione istantanea delle *non-performing exposures* presenti nell’attivo patrimoniale. Di conseguenza, le esposizioni bancarie saranno ricondotte all’alveo degli NPEs ove risultino scadute da oltre 90 giorni, ovvero, facendo riferimento direttamente al dettato del Regolamento, “se è considerato improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l’escussione delle garanzie, indipendentemente dall’esistenza di importi scaduti o dal numero di giorni di arretrato”.

La sussistenza di un obbligo giuridico di pagamento che investe il debitore risulta una condizione preventiva in assenza della quale non è logicamente possibile concepire l’esistenza di un’esposizione scaduta, mentre il mancato versamento di un qualsiasi importo rilevante inerente al capitale, agli interessi o alle commissioni costituisce una violazione che integra la fattispecie disciplinata dalla norma comunitaria, comportando, pertanto, l’insorgere delle *non-performing exposures*. Il riferimento esplicito del Regolamento al criterio dell’inadempienza probabile insinua un margine ineliminabile di interpretazione nella costruzione normativa, sebbene vengano introdotti degli strumenti correttivi che circoscrivono il perimetro di discrezionalità della valutazione soggettiva. Emerge, dunque, la necessità che gli intermediari creditizi si dotino di parametri interni definiti *a priori* per l’identificazione degli indicatori di inadempienza probabile (*unlikely to pay*), che fanno riferimento a circostanze univoche e specifiche, favorendo, in tal modo, l’applicazione omogenea della definizione di *non-performing exposure*. Il quadro delineato si articola ulteriormente attraverso la previsione da un lato di “eventi automatici” predefiniti, ai quali si associa la degradazione conseguente e immediata della relativa posizione contrattuale, e dall’altro di “eventi manuali”, la cui facoltà di esplicitare i propri effetti è subordinata all’esito degli interventi di verifica e ponderazione di alcune variabili. L’esempio canonico di evento UTP appartenente al primo novero citato è rappresentato dal fallimento del debitore, il quale non lascia alcun margine di incertezza relativamente alla necessità di classificare l’esposizione come deteriorata.

Il documento pubblicato dalla Banca centrale europea in data 20 marzo 2017, denominato “*Guidance to banks on non-performing loans*”, sebbene contenga delle prescrizioni indirizzate agli intermediari *significant* e queste ultime siano vincolanti solamente ai fini delle segnalazioni di vigilanza, contribuisce a definire in modo organico la materia in esame, delineando un quadro normativo coerente e di ampia portata che attribuisce una valenza sistemica ai principi ereditati dal precedente Regolamento. Il documento citato specifica che la classificazione come esposizione deteriorata dovrebbe prescindere dalla valutazione delle eventuali garanzie reali che assistono la concessione dei finanziamenti, rendendo a tal fine indifferente la percentuale di copertura della stessa. Inoltre, una posizione

creditizia non può essere classificata in parte come deteriorata e per la restante percentuale come *in bonis*, configurando uno scenario dicotomico di tipo *aut aut*, in cui, qualora ne ricorrano i presupposti, viene imposta la determinazione dell'operazione come *non-performing* per il suo intero ammontare. Un ulteriore principio, che contribuisce ad accentuare il rigore richiesto alle banche nell'approccio a un tema senz'altro articolato, è quello concernente il *pulling effect* relativo a uno specifico debitore. Nel caso in cui l'ammontare delle esposizioni scadute da più di 90 giorni verso un unico soggetto risultino eccedenti rispetto alla soglia del 20% del totale, il complesso delle esposizioni residue nei confronti dello stesso debitore deve essere considerato appartenente alla classe delle *non-performing exposures*. Anche la conversione del precedente *status* di esposizione deteriorata, lungi dall'avvenire in modo simultaneo, costituisce un processo sottoposto a delle rigorose norme procedurali, atte a scongiurare il rischio che venga favorito l'incauto rientro *in bonis* di una posizione, senza che ne sussistano realmente le condizioni propizie. L'istante in cui avviene la constatazione di determinati aspetti relativi alla condotta del debitore, dai quali emerga inconfutabilmente la cessazione degli antecedenti elementi di criticità riguardanti il rimborso integrale del credito, viene assunto come la data a partire dalla quale decorre l'arco temporale di un anno, necessario per il rientro *in bonis* dell'esposizione. Nello specifico, affinché il processo delineato divenga attuabile, è necessario che il debitore abbia rimborsato, mediante pagamenti regolari, un ammontare almeno equivalente al totale di tutti gli importi precedentemente scaduti.

Tra i molteplici documenti che hanno contribuito a tracciare il profilo normativo attualmente in essere appare opportuno citare le “*Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati*”, in cui, in modo analogo a quanto avviene nella Guidance, sono designate le *best practices* per la gestione dei *non-performing loans* presenti nell'attivo patrimoniale degli intermediari direttamente sottoposti alla vigilanza dalla Banca d'Italia. Le disposizioni proposte dalle Linee Guida si pongono in sostanziale continuità con l'approccio di supervisione seguito a livello comunitario, contemplando l'introduzione di taluni elementi peculiari per assecondare pienamente l'esigenza di maggiore linearità dell'assetto organizzativo delle istituzioni in parola, in applicazione del principio di proporzionalità.

Un ulteriore tema verso il quale, di recente, è emerso un orientamento più conservativo da parte della vigilanza prudenziale risulta essere quello legato all'approccio di calendario nel processo di svalutazione dei *non-performing loans*. Il manifestarsi di tale inclinazione ha determinato il fatto che le progressive modifiche legislative abbiano seguito un analogo filo conduttore. Nel citato alveo normativo deve essere collocato anche il documento definito “*Addendum alle linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati*”, pubblicato dalla Banca centrale europea in data 15 marzo 2018. Il processo di *calendar provisioning* è animato dall'intento di favorire la graduale riduzione del valore

di bilancio delle *non-performing exposures*, prescrivendo, al termine di un arco temporale predeterminato, l'integrale svalutazione delle esposizioni in esame. L'Addendum, il cui perimetro operativo ricomprende i crediti divenuti deteriorati successivamente al 1° aprile 2018 e presenti nei bilanci delle banche di rilevanza sistemica, prevede che si proceda al loro integrale *write-off* entro un intervallo di 2 anni nel caso di esposizioni non garantite e di 7 anni nell'eventualità che le stesse siano assistite da garanzia. Il testo dell'Addendum ha subito la successiva integrazione del dettato normativo del “Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento europeo del Consiglio” e della “Communication on supervisory coverage expectations for NPEs”, che ha avuto come conseguenza tangibile l'allineamento degli intervalli temporali prescritti per la svalutazione complessiva di tali posizioni. Pertanto, gli intermediari possono beneficiare di un lieve ampliamento dell'orizzonte temporale, considerato che quest'ultimo viene attualmente quantificato in 3 anni per le esposizioni non garantite e in 7 anni per quelle che prevedono la presenza di *collateral*, con estensione a 9 anni per le posizioni assistite da garanzia immobiliare.

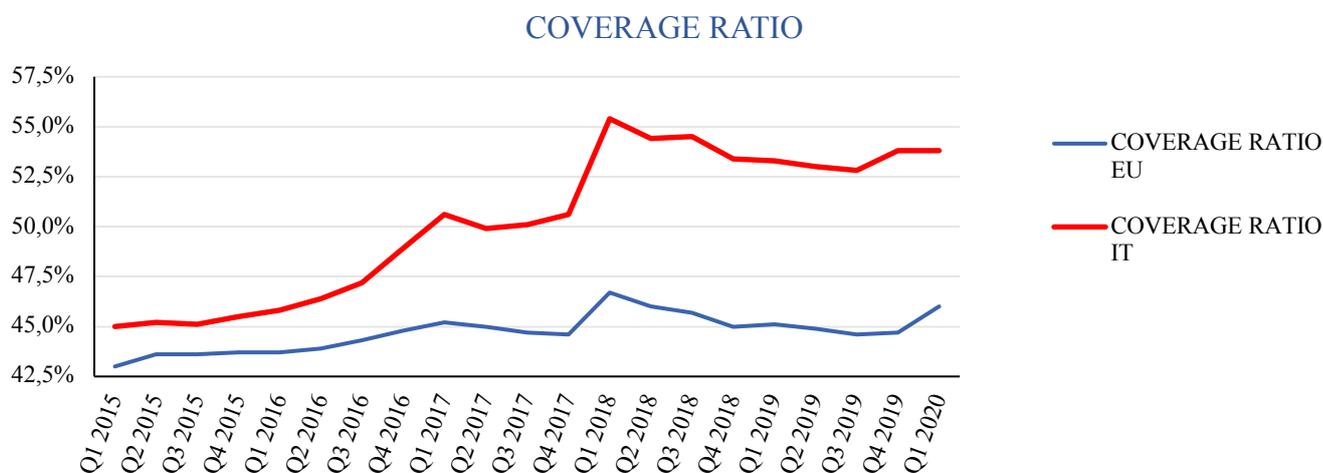
L'Addendum, per giunta, contempla solamente il riferimento alla definizione armonizzata di *non-performing exposure*, ignorando *in toto* la distinzione promossa dalla Banca d'Italia tra il concetto di sofferenza e quello di inadempienza probabile. L'orientamento comunitario non dispone di una capacità ricettiva sufficiente per cogliere le profonde differenze esistenti tra un novero di soggetti che non presentano alcuna prospettiva di recupero della propria capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti e sono generalmente interessati da una procedura di insolvenza, definiti nel contesto internazionale *gone concern*, e il *cluster* dei debitori *going concern* che, pur affrontando una prolungata fase di turbolenza economica, conservano una residua possibilità di recupero della fisiologica operatività. L'assenza di una previsione differenziata per le varie categorie appena delineate determina la necessità di sottoporre anche le esposizioni che presentano delle tangibili prospettive di rientro *in bonis* alle intransigenti politiche di *provisioning* previste per le sofferenze. Di conseguenza, l'atteggiamento ostile della vigilanza prudenziale genera un impulso alla riduzione dei *non-performing loans* che si esercita con la stessa intensità sia sulle esposizioni verso dei soggetti ancora operanti, sia sulle posizioni che hanno come controparte un debitore che sta affrontando sin d'ora la fase di liquidazione. La dinamica descritta, pur essendo teoricamente funzionale a recidere il ramo economico non di certo fertile costituito dalle *zombie firms*, genera sovente, per le banche, l'incentivo perverso a sottrarre il proprio sostegno finanziario a dei debitori che, se adeguatamente supportati, potrebbero essere in grado di recuperare la propria solvibilità (Angelini, 2018). La presenza delle *zombie firms*, dunque, distorce i canali di allocazione creditizia alterando la destinazione finale dei flussi finanziari, con generale pregiudizio per il sistema economico nel suo complesso (Schivardi *et al.*, 2017).

La stessa transizione dallo standard contabile IAS 39 al principio internazionale IFRS 9 ha costituito un elemento di svolta nella gestione del processo di *impairment* relativo alle esposizioni che manifestano un'evoluzione non totalmente conforme a quanto originariamente prospettato. Tale innovazione normativa, di recente introduzione, ha contribuito a rendere maggiormente sporadico il ricorso ad alcuni espedienti contabili, che permettono di perseguire l'intento di manipolare il risultato di gestione di una banca. Le istituzioni creditizie, e segnatamente quelle afflitte da una più pronunciata *earnings volatility*, potevano risultare, in passato, inclini ad assecondare la stabilizzazione degli utili conseguiti (Alessi *et al.*, 2014). L'adozione del principio internazionale IFRS 9, inibendo la componente discrezionale delle politiche di *loan loss provisioning*, ha costituito un fattore in grado di dissuadere gli intermediari dal ricorrere alle pratiche menzionate (Aristei & Gallo, 2019). L'impianto contabile vigente muove dalla supposizione che gli elementi segnaletici delle perdite creditizie si rivelino con considerevole anticipo rispetto all'insorgenza concreta dello stato di insolvenza del debitore. La degradazione delle posizioni creditizie, che subiscono una traslazione verso lo *Stage 2* o lo *Stage 3*, avviene sulla base del modello basato sul concetto di perdita attesa, indipendentemente dal verificarsi di un *trigger event*, che lo IAS 39 reputava invece essenziale per la svalutazione delle esposizioni. Sebbene la manifestazione dell'evidenza oggettiva di una riduzione di valore, compatibile con la classificazione della posizione creditizia come *non-performing*, comporti la relegazione della stessa nello *Stage 3*, la banca dovrà confrontarsi con la necessità di trasferire la stessa in un ordine di rischio intermedio fin dal momento in cui si rende palese un significativo incremento del rischio di credito, rilevando di conseguenza le *expected losses* con riferimento all'intera vita residua dell'esposizione. L'analisi della variazione avversa del profilo di rischio deve avere come elemento di riferimento le condizioni originarie alla data di erogazione del finanziamento, prescindendo dagli effetti dei fattori attenuanti del rischio di credito, quali le eventuali garanzie reali o personali. Benché gli effetti che l'assunzione del principio contabile internazionale IFRS 9 ha generato siano stati complessivamente modesti per le posizioni che già in precedenza erano state classificate come *non-performing*, l'introduzione dello *Stage 2* all'interno dell'*impairment model* ha avuto un sensibile impatto sulle esposizioni che ancora non hanno manifestato un grado di deterioramento compatibile con lo *status* di *non-performing exposures*, imponendo una prospettiva anticipatoria delle perdite che si riverbera inevitabilmente sul conto economico dei *players* bancari.

L'esigenza di dotare il sistema bancario europeo di strumenti normativi emergenziali, in grado di garantire la flessibilità necessaria per affrontare il deflagrante impatto economico della pandemia di COVID-19, ha indotto l'ABE alla pubblicazione, in data 25 marzo 2020, del documento denominato "*Statement on the application of the prudential framework regarding Default, Forbearance and IFRS 9 in light of COVID-19 measures*". Quest'ultimo ha introdotto una temporanea attenuazione della

rigidità dei criteri per la classificazione di un'esposizione come *non-performing* e un mutamento dell'*iter* contabile, al quale le posizioni in esame devono essere sottoposte. *In primis*, viene promossa e assecondata la rinegoziazione dei finanziamenti concessi dal sistema bancario, la quale, nel caso in cui non vi sia una variazione del valore attuale del *cash flow* associato al credito erogato, non comporterà l'insorgere della necessità di degradare l'esposizione in questione. Allo stato attuale, pertanto, non risulta inderogabile la definizione delle posizioni creditizie, la cui dinamica evolutiva può essere assimilata a quanto previsto nel citato documento, come *defaulted*. Tale clima di tolleranza si è esteso anche alle modalità di applicazione del principio contabile IFRS 9, in quanto le disposizioni dell'ABE hanno stabilito che l'eventuale moratoria, che sospende temporaneamente la scadenza delle obbligazioni, non debba incidere sulla valutazione relativa all'incremento significativo del rischio di credito. Le istituzioni bancarie sono sollecitate a discriminare i debitori, la cui solvibilità non appare compromessa, nel lungo termine, dalle attuali condizioni macroeconomiche avverse, da quelli che, presumibilmente, non presentano delle prospettive di rientro *in bonis*. Tale disamina risulta funzionale alla mitigazione del potenziale *cliff effect* che si genera, a causa del trasferimento della posizione in uno *Stage* successivo, e alla riduzione dello *shock* che, conseguentemente, investe la redditività bancaria.

FIGURA 1.5



Fonte dei dati: EBA Risk Dashboard

Giunti a tal punto della trattazione della materia in esame, appare propizio analizzare i riflessi che un tema controverso e dibattuto come quello relativo alla limitazione sostanziale della possibilità di elargire dei fondi pubblici al sistema bancario ha avuto sulla parabola ascendente dello *stock* aggregato di *non-performing loans* nel nostro Paese. La Direttiva 2014/59/UE, pubblicata in data 12 giugno 2014, ha rappresentato un evidente elemento di discontinuità rispetto alla prassi consolidata, introducendo un radicale mutamento nell'approccio alla risoluzione delle crisi bancarie che si manifestano a livello continentale. Emerge, in modo preponderante, l'intento di conformare l'*iter* procedurale da seguire per sostenere gli intermediari creditizi, che attraversano una fase economica avversa, al

principio che postula la necessità di frapporre un diaframma tra il settore bancario e la generalità dei contribuenti. L'elevata pressione fiscale a cui i cittadini sono esposti e la vulnerabilità sempre più accentuata delle finanze pubbliche di numerosi Stati europei, la cui situazione debitoria si è aggravata anche a causa della necessità di provvedere alla ricapitalizzazione di varie istituzioni creditizie di dimensioni rilevanti, hanno fatto sì che il processo di *bail-out* venisse progressivamente percepito come iniquo ed eccessivamente gravoso per la collettività. Il diffondersi di una rinnovata sensibilità verso la stabilità finanziaria degli Stati membri ha condotto all'affermazione di tale orientamento, che ha ricevuto la propria sanzione legislativa a livello comunitario proprio attraverso la Direttiva 2014/59/UE.

In virtù del nuovo paradigma vigente, che impone la retrocessione del ricorso a strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria a soluzione secondaria ed eventuale, i soggetti che sono esposti *in primis* all'onere di provvedere al salvataggio degli intermediari bancari in stato di dissesto economico divengono gli azionisti, i creditori e perfino i correntisti di questi ultimi. La procedura di *bail-in* impone che “gli azionisti e i creditori dell'ente in dissesto sostengano perdite adeguate e si facciano carico di una quota adeguata dei costi derivanti dal dissesto dell'ente” e impedisce che gli stessi possano beneficiare dell'intervento governativo.

Le ripercussioni che la Direttiva in esame ha avuto sulla consistenza dello *stock* di *non-performing loans* a livello sistemico sono agevolmente intuibili, sebbene le stesse siano state attenuate, sia nel caso in cui si prospetti lo spettro di una grave perturbazione dell'economia di uno Stato membro, sia qualora la sua stabilità finanziaria risulti potenzialmente menomata, dalla previsione della facoltà di ricorrere, in via straordinaria, a delle operazioni di ricapitalizzazione in cui emerge il coinvolgimento pubblico. L'applicazione concreta dell'impianto delineato dalla Direttiva 2014/59/UE non si concilia pienamente con la necessità di proporre delle soluzioni che possano contribuire alla riduzione progressiva del complesso di esposizioni deteriorate, in quanto la sostenibilità di tale proposito non può prescindere dal ricorso a una forma di supporto pubblico, che permetta di attenuare i numerosi elementi di fragilità riscontrabili. I più rilevanti sono rappresentati dall'evidenza che il mercato secondario sul quale si negoziano i *non-performing loans* è caratterizzato da un livello di illiquidità persistentemente elevato, dai limitati incentivi fiscali previsti in caso di dimissione di tali *asset*, dalla scarsità di informazioni accessibili per pervenire a una valutazione corretta delle garanzie che assistono le esposizioni deteriorate in esame e dall'asimmetria informativa che, originandosi a causa dell'indisponibilità di elementi per ricostruire il profilo di merito del debitore, affligge la fluidità delle transazioni tra i soggetti che acquisiscono i *non-performing loans* e le banche cedenti.

1.5 Le strategie operative per la gestione dei NPLs

L'insieme ampio ed eterogeneo dei crediti deteriorati ricomprende il *cluster* delle attività che sono espressione di relazioni contrattuali con dei debitori che non hanno mostrato una dinamica evolutiva conforme a quanto prospettato dall'intermediario, nella misura in cui il rapporto giuridico che ne è la fonte disattende le aspettative che la banca ha formulato in relazione al rischio di credito, ovvero alla probabilità che si manifesti un inadempimento. La frammentazione legislativa e la scarsa organicità delle procedure concorsuali delineate dall'ordinamento italiano, sovente gravate da elevata complessità e da tempi dilatati, hanno comportato il consolidarsi di una prassi improntata a canoni di eccessiva transigenza, tollerando adempimenti oltre i termini dedotti nel regolamento negoziale (Follieri, 2019). Tale contesto, lungi dal rappresentare un fertile e proficuo sostrato che supporti le strategie virtuose di riduzione delle esposizioni deteriorate, ha costituito un impedimento al tentativo di eliminare progressivamente dai bilanci lo *stock* di *non-performing loans*, gravoso retaggio della recente crisi economica.

Affinché il sistema bancario possa godere della necessaria stabilità è imprescindibile la conservazione del valore degli intermediari, anche attraverso l'ausilio di strategie gestionali lungimiranti in ambito *non-performing loans*. Ostilità e intransigenza nei confronti dei NPLs, oltre a essere antitetiche rispetto alla stessa funzione sociale delle istituzioni creditizie, che per definizione non possono sottrarsi al nesso causale tra attività di impresa e assunzione di rischi, potrebbero condurre a un deterioramento del patrimonio netto e alla stessa riduzione dell'operatività bancaria.

1.5.1 Le criticità derivanti dalla gestione interna

Le innovazioni regolamentari introdotte dall'IFRS 9, imponendo pratiche maggiormente costrittive in tema di *impairment*, hanno comportato la necessità di prendere atto della mutata ottica valutativa che ha investito alcune attività, che in passato potevano essere percepite come pienamente valorizzabili in funzione del regime di tolleranza che caratterizza lo scenario italiano, ma che attualmente costituiscono elementi di fragilità gestionale (Barbagallo, 2017). L'introduzione del citato principio contabile internazionale si è accompagnata alla necessità di acquisire delle competenze tecniche di elevato profilo, di promuovere il potenziamento del sistema informativo degli intermediari bancari e di intensificare le interazioni tra le strutture interne dedite alla gestione del rischio e alla tenuta della contabilità aziendale, rendendo nel complesso più onerosa la gestione delle esposizioni non performanti. Gli accantonamenti che si rendono necessari per far fronte alla prospettiva di un

possibile inadempimento futuro deprimono il risultato economico della banca e ne ledono la redditività. Tali constatazioni sembrano pertanto sancire l'incompatibilità della persistente presenza di crediti deteriorati con la sana e prudente gestione della stessa.

Per giunta, il meccanismo contabile del *calendar provisioning* impone il raggiungimento di percentuali di svalutazione molto elevate degli *asset* finanziari non performanti presenti nei bilanci bancari entro intervalli temporali definiti *a priori* e *in toto* indipendenti dalle parabole delle procedure di recupero dei crediti. Le dinamiche proprie dei tribunali italiani, che notoriamente difettano di celerità, si pongono, dunque, in aperto contrasto con il *modus operandi* bancario e non permettono la valorizzazione compiuta di attività che, fino al momento in cui restano iscritte nei bilanci degli intermediari, sono assoggettate all'applicazione di severi coefficienti di svalutazione, in ottemperanza alle disposizioni volte a conseguire finalità prudenziali e anticipatorie delle perdite (Lemma, 2019). In tal modo, il valore atteso dei crediti deteriorati si discosterà in misura rilevante da quanto rappresentato nel bilancio dell'istituzione bancaria e da quanto la stessa potrebbe presumibilmente ricavare attraverso la dismissione dello *stock* di *non-performing loans*. Il differenziale tra il prezzo di cessione e il valore che le banche riuscirebbero mediamente a estrarre, mantenendo tali strumenti finanziari in portafoglio fino alla conclusione della procedura di recupero, origina da molteplici fattori, tra cui assumono un rilievo primario l'opacità e la scarsa concorrenzialità del mercato secondario dei *non-performing loans*.

1.5.2 Le modalità di dismissione dello *stock* di NPLs

Il differenziale di valore precedentemente citato può riemergere e tornare a costituire oggetto di appropriazione attraverso la fuoriuscita dei crediti deteriorati dai bilanci degli intermediari, in quanto, al riparo dalla scure della vigilanza prudenziale, è possibile congegnare strategie gestionali che permettano di valorizzare compiutamente lo *stock* di NPLs (Lemma, 2019). Le tempistiche per la gestione dei *non-performing loans* tornerebbero a conformarsi a quelle fisiologiche per poter estrarre pienamente il valore intrinseco di tali strumenti e, attraverso il ricorso alla gestione collettiva di simili *asset*, si potrebbero attuare delle strategie operative avanzate che consentano la ridefinizione dell'originale rapporto giuridico da cui deriva lo specifico credito deteriorato.

La prospettiva delineata, che ha come presupposto la constatazione del mutamento avverso delle condizioni economiche del debitore, aspira a consentire un adempimento che sia compatibile con l'attuale stato di sofferenza del soggetto in esame. Al precedente rapporto giuridico se ne sostituisce, dunque, uno differente e, in tal modo, si può giungere alla formazione di una volontà contrattuale univoca e

comune, che contemperi l'esigenza del debitore di conseguire un effetto liberatorio rispetto alla precedente relazione e quella dell'*accipiens* di estrarre il massimo valore dal rapporto contrattuale ceduto, anche attraverso il ricorso ai beni economici conferiti in garanzia. La gestione maggiormente performante degli *stock* di *non-performing loans* conseguita dagli organismi collettivi che sono estranei al sistema bancario non è, pertanto, unicamente riferibile all'esistenza di un mero arbitraggio regolamentare che consente l'applicazione di espedienti di contabilizzazione più consoni e propizi, ma è il risultato di ingenti risorse manageriali costantemente impiegate nel tentativo di individuare le modalità alternative per ottenere l'adempimento da parte dei debitori meno performanti (Lemma, 2019). L'attività di recupero e valorizzazione viene proiettata su una scala dimensionale notevolmente superiore rispetto a quella propria di un singolo intermediario, con un evidente incremento dell'efficienza dei processi gestionali (Capriglione, 2008).

Le modalità attraverso le quali le banche possono effettivamente perseguire il proposito di collocare sul mercato le proprie esposizioni deteriorate sono molteplici. La cessione dei crediti non performanti come corrispettivo di un'iniezione di liquidità da parte del soggetto cessionario, pur presentando l'indubbio beneficio di essere per propria natura un processo rapido ed estremamente lineare, si accompagna alla generale riduzione patrimoniale dell'istituzione, a causa del trasferimento di valore dall'intermediario creditizio agli investitori esterni (Chiappini *et al.*, 2019). Le oggettive difficoltà nel pervenire, in fase di *pricing*, a un'univoca determinazione del valore intrinseco di tali strumenti inducono i soggetti, che accettano di rendere disponibili le necessarie somme liquide, a pretendere una remunerazione che sia appropriata rispetto al rischio che assumono come conseguenza della transazione. La dismissione di una considerevole quota di esposizioni deteriorate attraverso la cessione sul mercato di tali attività, pur presentando degli effetti positivi sui *capital ratios* della banca per il tramite della riduzione dei RWAs (*Risk-weighted assets*), implica, parallelamente, un cospicuo nocumento a causa del trasferimento di valore all'esterno del sistema bancario (Angelini, 2018).

Un processo alternativo per sterilizzare i bilanci dalle esposizioni deteriorate equivale alla costituzione di organismi di gestione collettiva che abbiano un *focus* esclusivo sul tema dei *non-performing loans*, il cui bacino patrimoniale viene costituito mediante i vari conferimenti di crediti deteriorati effettuati dagli intermediari. Viene a delinearsi, pertanto, un autonomo centro di aggregazione dei *non-performing loans* nella veste di *bad bank* o di *special purpose vehicle*, il che comporta l'emergenza di intense sinergie nella gestione comune delle esposizioni deteriorate. In una simile evenienza, tali strumenti subiscono una traslazione che le sottrae alle stringenti disposizioni dettate dalle autorità di vigilanza prudenziale, senza che vi sia però un depauperamento del sistema bancario nel suo complesso, in quanto, essendo scongiurata la cessione sul mercato dei NPLs, non vi è un deflusso di valore che porti nocumento alle prospettive delle banche. La partecipazione ai risultati delle attività

di recupero della gestione in monte, che sovente avviene a opera di un *servicer* specializzato, si concretterà in rendimenti e plusvalenze generate dalle stesse quote di pertinenza delle istituzioni creditizie, che concorrono alla formazione del loro risultato di gestione (Lemma, 2019).

L'operazione finanziaria delineata permette la riqualificazione dell'attivo delle banche e la concomitante variazione del profilo di rischio al quale gli stessi risultano esposti, in quanto si assiste alla sostituzione di *asset* deteriorati e percepiti come *non-performing* con delle quote del veicolo costituito *ad hoc* (Bongini *et al.*, 2016). Tale dinamica permette all'intermediario di recidere la relazione con il precedente debitore e di inglobare nel proprio bilancio un *asset* finanziario di nuova emissione, al quale è associato un profilo di rischio che è determinato dal totale dei crediti che danno contenuto al patrimonio del fondo e dalle relative politiche di gestione, essendo soltanto marginalmente influenzato dalla qualità dei *non-performing loans* originariamente ceduti. Non di rado la partecipazione in tale piattaforma per la gestione collettiva delle esposizioni deteriorate viene estesa anche a vari investitori istituzionali, mentre l'eventuale coinvolgimento governativo, come avviene in molteplici Paesi europei, agevola e supporta il processo appena tratteggiato.

Un'ulteriore modalità di dismissione dello *stock* di *non-performing loans* prevede il ricorso a delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, sovente sostenute dall'ausilio di meccanismi pubblici di stabilizzazione del sistema bancario. In un contesto normativo comunitario che tende a escludere il ricorso all'intervento risolutivo dell'entità statale, come delineato nel paragrafo 1.4, assume rilievo la constatazione che il comparto bancario italiano, duramente sferzato dalla recente crisi economica, abbia potuto beneficiare di risorse pubbliche assai limitate se rapportate a quelle rese disponibili da altri Stati membri, alimentando il ragionevole sospetto che anche tale dinamica abbia contribuito a far sì che il tema dei *non-performing loans* si sia manifestato con singolare incidenza nel nostro Paese. Gli elementi menzionati permettono di comprendere che il processo di stabilizzazione finanziaria intrapreso attraverso la progressiva riduzione del complesso di esposizioni deteriorate debba essere attivamente supportato da iniziative di carattere pubblico che possano creare le condizioni più propizie affinché avvenga la dismissione di tali *asset*.

In Italia l'intervento governativo, atto ad arginare le possibili conseguenze negative dell'ampliarsi del livello di *non-performing loans*, attraverso il ricorso a un meccanismo di supporto pubblico che renda più agevoli le operazioni di dismissione di quote consistenti di esposizioni deteriorate tramite il processo di cartolarizzazione, si è rivelato un valido espediente per supportare l'emendamento dei bilanci bancari. I risultati positivi ottenuti attraverso l'ausilio della Garanzia Cartolarizzazione Soferenze (GACS) rappresentano un fulgido esempio della necessità di supportare l'impegno virtuoso degli intermediari attraverso vari strumenti pubblici. Il citato meccanismo risulta propedeutico all'attuazione di significative operazioni di cartolarizzazione, in quanto prevede l'associazione di una

garanzia governativa alle *tranches* classificate come *investment-grade*. Le banche che intendono seguire tale filo conduttore istituiscono, generalmente, uno *special purpose vehicle* per collocare sul mercato le sofferenze di cui intendono disfarsi, attraverso un'operazione di cartolarizzazione. Queste ultime, inoltre, hanno la facoltà di associare alle *tranches* dotate di *rating investment-grade* una garanzia pubblica che ne agevoli l'ingresso sul mercato *retail*. Affinché il meccanismo congegnato non degeneri in una mera forma di supporto pubblico al settore bancario, contravvenendo al principio comunitario ispiratore dell'azione governativa del *bail-in*, il prezzo della garanzia pubblica che viene acquistata è destinato a seguire l'andamento del mercato, in quanto riflette le dinamiche dei CDS dei *comparables* con un profilo di rischio assimilabile. Il sistema GACS permette di rendere maggiormente appetibili i titoli di nuova emissione che hanno la propria genesi nell'operazione di cartolarizzazione, pur divenendo operativo soltanto nel caso in cui la banca cedente abbia trasferito almeno una percentuale superiore al 50% delle *junior notes*, ovvero un ammontare tale da permettere l'eliminazione dei crediti cartolarizzati dall'attivo patrimoniale. Un'ulteriore condizione vincolante che limita il ricorso alla Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze impone che il *servicer* sia un soggetto autonomo e formalmente distinto dalla banca cedente.

Un ulteriore strumento che consente di perseguire l'obiettivo della stabilizzazione finanziaria del comparto bancario italiano è costituito dal fondo di investimento Atlante, le cui risorse liquide sono il risultato dell'apporto di ingenti capitali da parte degli intermediari che rappresentano il vertice del sistema nazionale, come UniCredit S.p.a. e Intesa Sanpaolo S.p.a., di istituzioni finanziarie di natura non bancaria e di un significativo novero di fondazioni bancarie. Le finalità proprie del fondo Atlante si concretizzano in una duplice ottica d'intervento: da un lato tale strumento risulta cruciale per supportare l'emissione di *equity* da parte degli intermediari che, a causa dei propri caratteri idiosincratici e dell'eventuale condizione di fragilità economica, verrebbero eccessivamente penalizzati da un'esposizione integrale al mercato azionario, dall'altro il fondo in parola si erge ad acquirente di ultima istanza per le *junior tranches* che si originano in occasione del verificarsi delle operazioni di cartolarizzazione di una quota di *non-performing loans*. Proprio quest'ultima prerogativa fa sì che il processo di dismissione dello *stock* di esposizioni deteriorate, attraverso la sua progressiva collocazione sul mercato, risulti incentivato e fluidificato.

Il ricorso a delle operazioni di cartolarizzazione e cessione sul mercato rappresenta lo strumento preminente attraverso il quale viene attuato l'intento di ridimensionare l'incidenza del complesso di esposizioni deteriorate sui bilanci bancari. Il miglioramento progressivo della qualità dei *database* analitici sottostanti i portafogli, agevolato anche dalla definizione di un sostrato normativo comune a livello europeo, ha permesso la riduzione delle oscillazioni negative del prezzo di tali *asset*. La presenza di un'accentuata asimmetria informativa tra i *players* operanti sul mercato secondario dei *non-*

performing loans si configurava come un fattore in grado di alimentare la percezione di elevata rischio di dell'*asset*, associandosi di conseguenza all'imposizione di significativi *valuation discount*. Benché sia riscontrabile un insanabile *trade-off* tra gli effetti deleteri che si manifestano come conseguenza della cessione di tali strumenti a un prezzo sovente inferiore al valore contabile delle poste in esame e quelli benefici derivanti dal trasferimento del rischio, le banche propendono a privilegiare il secondo aspetto. Invero, le operazioni di cartolarizzazione rendono possibile il raggiungimento di obiettivi paralleli e complementari: favoriscono da un lato il deconsolidamento patrimoniale, che consente di ridurre l'assorbimento del capitale di cui dispone l'intermediario, dall'altro il deconsolidamento contabile, portando l'*NPL ratio* su livelli più consoni alla gestione sana e prudente (Angelini, 2018). Un'analisi maggiormente accurata e trasversale dei risvolti che seguono la dismissione di un complesso di *non-performing loans* sarà condotta nel paragrafo 2.1, appositamente dedicato alla presente tematica.

CAPITOLO II: *Review* della letteratura sul ruolo dei *non-performing loans* nella valutazione degli intermediari bancari

2.1 Il giudizio positivo del mercato alle operazioni di dismissione dei NPLs

Le molteplici modalità di gestione operativa del complesso di esposizioni deteriorate, enunciate nel paragrafo 1.5, sono state sottoposte dalla letteratura scientifica a un'attenta disamina, avvalendosi di un consistente sostrato empirico. La constatazione del ricorso sempre più ampio e trasversale alle operazioni di dismissione di tali *asset* non performanti, attraverso la cessione definitiva sul mercato, è parallelamente accompagnata dal responso prevalentemente positivo proveniente dall'ambiente accademico sull'opportunità di attuare simili transazioni.

Il mercato mostra la tendenza a mettere in atto una ponderazione tra gli aspetti propizi e quelli nocivi legati alle operazioni di emendamento dei bilanci bancari dalla presenza di esposizioni deteriorate, valutando globalmente in modo favorevole le iniziative strategiche in questione. Il trasferimento di un corposo novero di *non-performing loans* tende, in via generale, a produrre un *wealth effect* positivo per le banche cedenti, i cui azionisti possono beneficiare di un incremento del valore della propria partecipazione azionaria (Manz *et al.*, 2020). Delineato il *trend* d'insieme emergente, appare pertanto opportuno vagliare analiticamente le determinanti della reazione positiva che si manifesta sul mercato, contemplando inizialmente quelle che contribuiscono ad alimentare tale fenomeno, per poi citare le variabili che, all'opposto, potrebbero condurre a un'interpretazione discordante.

Attraverso le operazioni di cessione o di cartolarizzazione dei crediti deteriorati, una banca ha la facoltà di sottrarsi alle incombenze legate alla gestione diretta di una tipologia di *asset* che, a causa dell'elevata complessità che la caratterizza, può rivelarsi un polo di attrazione che catalizza una spropositata quota delle risorse manageriali disponibili. La riduzione della *complexity* di un intermediario creditizio e la facoltà di attuare una riorganizzazione più razionale e funzionale della sua struttura interna, che conseguono dalla dismissione di un portafoglio di *non-performing loans*, costituiscono dei fattori che incrementano la stabilità finanziaria dello stesso (Manz *et al.*, 2020). Pertanto, il processo in esame favorisce il trasferimento di una quota di *asset* caratterizzati da un livello di complessità e di rischiosità elevato da un comparto del sistema finanziario animato da una logica *bank-based* a un altro che diversamente appare *market-based*, attraverso la traslazione dei diritti residuali derivanti dal possesso dei crediti deteriorati dalle istituzioni bancarie a degli investitori operanti sul mercato secondario.

Inoltre, le banche sono incentivate a cedere sul mercato le esposizioni deteriorate presenti nel proprio attivo patrimoniale dall'esigenza di risultare conformi alle disposizioni emanate dal Comitato di Basilea, il che può avvenire sia provvedendo alla raccolta di capitale supplementare, sia riducendo l'ammontare di *risk-weighted assets* (Boudriga *et al.*, 2009). L'elevato *stock* di *non-performing loans* determina l'incremento della percezione di debolezza e di rischiosità dei soggetti che ne sono affetti, generando diffidenza da parte dei mercati dei capitali, che si dimostrano restii a concedere risorse liquide. Tale resistenza del mercato si associa, conseguentemente, alla necessità di garantire un adeguato *risk premium*, in quanto un elevato *stock* di *non-performing loans* alimenta la percezione che la banca risulti esposta a un livello di rischio idiosincratco maggiore e che le competenze manageriali disponibili siano insufficienti (Angelini, 2018). Tale transazione può venir percepita come un elemento segnaletico della volontà prospettica del management di garantire maggiore stabilità nella gestione dell'intermediario in seguito a uno *shock* negativo, di ridurre la complessità organizzativa e di limitare i costi associati alla gestione delle esposizioni deteriorate. La cessione di uno *stock* di *non-performing loans* risulta essere coerente con l'obiettivo di conseguire un congruo *capital adequacy ratio* e di limitare la consistenza del rischio di insolvenza al quale è esposta una determinata banca, in quanto viene associata a una riduzione consistente dell'incertezza relativa al valore degli *asset* finanziari, rassicurando gli investitori circa l'adeguatezza e l'attendibilità delle poste di bilancio (Manz *et al.*, 2020). Pertanto, quest'ultima può trarre beneficio da un considerevole miglioramento della qualità dell'attivo patrimoniale, i cui effetti positivi non si manifestano in modo diluito nel tempo, bensì sono immediatamente tangibili.

Le analisi empiriche delineano l'esistenza di una correlazione negativa, il cui andamento appare non lineare, tra l'*equity capital* e il rischio sistematico al quale una specifica istituzione risulta esposta. Mentre l'aumento del valore dell'*equity* di un *player* bancario caratterizzato da un precedente livello di capitalizzazione relativamente esiguo è associato a una riduzione del rischio sistematico che lo affligge, qualora il medesimo incremento del capitale di rischio dovesse riguardare un soggetto che già dispone di una capitalizzazione elevata, si potrebbe generare un effetto diametralmente opposto (Beltrame *et al.*, 2018). Invero, in seno al mercato, si formerebbe l'aspettativa che le risorse aggiuntive che affluiscono siano funzionali all'attuazione di una strategia maggiormente aggressiva, con una traslazione progressiva verso investimenti percepiti come speculativi.

Nel caso in cui l'ambiente economico sia caratterizzato dalla presenza di una rilevante asimmetria informativa, la cessione di alcuni *asset*, il cui rendimento *ex post* non è risultato conforme a quanto contrattualmente stabilito, può venir interpretata come un elemento segnaletico di un'elevata profittabilità prospettica (Chiappini *et al.*, 2019). L'ammontare di liquidità aggiuntiva che si rende disponibile e i più ampi margini per intraprendere nuove operazioni, senza che i requisiti patrimoniali di

vigilanza prudenziale risultino violati, dovrebbero essere avvertiti come dei fattori positivi che permettono di formulare delle aspettative più rosee sulle prospettive immediate della banca. L'euforia del mercato, che sovente accompagna le operazioni di dismissione degli *asset* deteriorati, può essere compresa, dunque, alla luce della possibilità di attuare un emendamento dei bilanci degli intermediari e dalla percezione che il rischio di reinvestimento non sia tale da minacciare la loro stabilità. La reazione che il corso azionario dei soggetti che procedono alla cessione di una quota di *non-performing loans* presenta è, pertanto, un eloquente indicatore della valutazione dei *players* operanti nel mercato relativamente all'adeguatezza del *price* al quale avviene il trasferimento in esame.

L'apprezzamento del mercato tende a essere generalmente più intenso nel caso in cui le operazioni di dismissione degli strumenti finanziari deteriorati comportino il trasferimento di un volume ingente di *non-performing loans* e le stesse siano promosse da intermediari di rilievo sistemico, supportando empiricamente la rilevanza del *size effect* per quanto riguarda il deconsolidamento degli strumenti non performanti. Inoltre, la maggiore solidità di una banca, di cui il *rating* obbligazionario è la manifestazione primaria, esercita un'influenza notevole sull'intensità del *wealth effect* emergente (Chiappini *et al.*, 2019). L'incidenza sul rischio idiosincratICO di alcuni caratteri specifici di un determinato intermediario, che vengono comunemente considerati dei *drivers* di rendimenti anomali, è soggetta a variazione in funzione della consistenza dello *stock* di *non-performing loans*. La letteratura scientifica ha generalmente manifestato, pertanto, la propensione a ritenere che la cessione delle esposizioni deteriorate comporti una riduzione consistente del rischio idiosincratICO al quale una banca risulta esposta, interpretando il *feedback* positivo che giunge dal mercato anche alla luce della riduzione dei *distress costs* (Lasfer *et al.*, 1996).

Al contempo, è necessario citare alcuni impianti teorici relativi al fenomeno in esame che rappresentano l'emisfero interpretativo opposto rispetto a quanto delineato precedentemente. Un esempio significativo è costituito dalla teoria della *bad management hypothesis*, la quale postula che le ripercussioni che si generano su una specifica banca, nel caso in cui quest'ultima ricorra a delle ingenti operazioni di deconsolidamento della quota di esposizioni deteriorate, siano diametralmente divergenti rispetto a quanto fin qui asserito (Berger & De Young, 1997). Muovendo dal presupposto che la capacità del management di produrre valore è intrinsecamente legata ai processi di *credit scoring*, di *collateral valuation*, e di monitoraggio *ex post* della dinamica relazionale con il debitore, tale teoria suggerisce che la cessione di un significativo *stock* di *non-performing loans* potrebbe far emergere la carenza di competenze manageriali che ha determinato l'attuale situazione di sofferenza (Manz *et al.*, 2019). Un segnale negativo di simile portata è potenzialmente in grado di comprimere il valore dell'intero portafoglio prestiti.

Inoltre, benché la valutazione efficiente di strumenti finanziari complessi e la remunerazione equa di ogni profilo di rischio-rendimento risultino degli elementi imprescindibili affinché la transazione non penalizzi la redditività dell'intermediario, numerose evidenze empiriche suggeriscono che vi sia una concreta difficoltà nel pervenire a un risultato finale *fair* in fase di *pricing*. Dunque, al flusso di liquidità in entrata fa sovente da contraltare una minusvalenza che si origina a causa della cessione degli *asset* deteriorati a un prezzo inferiore rispetto al relativo valore d'iscrizione in bilancio, andando a deprimere il risultato di gestione dell'esercizio in cui avviene il trasferimento di una determinata quota di *non-performing loans*.

Pertanto, animate dall'intento di differire, per quanto possibile, gli effetti deleteri che si manifestano in concomitanza con il concretizzarsi delle minusvalenze sulle esposizioni deteriorate attraverso la cessione delle stesse, le istituzioni creditizie, che operano in contesti in cui l'intermediazione bancaria è preponderante, mostrano talvolta la tendenza a posticipare le operazioni di ristrutturazione delle proprie *balance sheets*. (Manz *et al.*, 2020)

Invero, la constatazione empirica che le operazioni di deconsolidamento delle esposizioni deteriorate sono sistematicamente associate a dei ritorni positivi anomali sui titoli azionari bancari dirime le incertezze sulla natura del *wealth effect* emergente. In ultima analisi, sebbene siano identificabili due ordini di elementi la cui presenza tende a generare effetti diametralmente opposti, l'analisi del corso azionario delle banche sostiene la tesi orientata a ritenere che la cessione degli strumenti, i cui *cash flow* sono dipendenti dall'esercizio di diritti residuali, sia accompagnata dal giudizio favorevole del mercato.

2.2 NPLs e asimmetrie informative nelle banche

2.2.1 La definizione del concetto di *bank opacity*

Un'istituzione creditizia è in grado di selezionare il profilo di rischio che reputa maggiormente congruo, attraverso la definizione di un portafoglio di attività composto da *asset* che differiscono per il loro fisiologico grado di rischiosità. Parallelamente, deve essere valutato il livello di trasparenza che la banca ritiene opportuno conseguire, definendo in tal modo la probabilità che la composizione del portafoglio prestiti divenga di dominio pubblico.

Per ottemperare alla propria funzione basilare di generare *money-like safe liquidity*, gli intermediari bancari sperimentano la necessità di celare alcune informazioni circa la qualità dei propri attivi

patrimoniali, tollerando un'inevitabile riduzione di liquidità al fine di disporre della facoltà di attuare delle strategie di deterrenza, che facciano desistere gli agenti esterni dal proposito di produrre informazione privata sullo stato dei finanziamenti concessi (Dang *et al.*, 2017). Il valore della *money-like safe liquidity* prodotta dalle banche, potendo beneficiare di uno scarso livello di trasparenza, non è soggetta a oscillazioni dovute all'emergere di informazione di carattere pubblico o privato, sicché presenta la tendenza a rimanere inalterato nel tempo. Al contrario, il funzionamento dei *capital markets*, non potendo prescindere dalla rilevanza apicale attribuita alla generazione costante di un flusso aggiornato di informazione, concorre alla genesi di *risky liquidity* (Dang *et al.*, 2017). Emerge, dunque, un evidente *trade-off* che incide significativamente sulla propensione delle imprese, che hanno la necessità di attingere a risorse liquide per implementare il proprio piano di investimenti, a rivolgersi direttamente al mercato dei capitali oppure ad affidarsi all'opera mediatrice del sistema bancario. Gli intermediari creditizi tenderanno a investire in *asset* caratterizzati da scarsa sensibilità al carico informativo, in quanto ideali per generare *bank money* a costi contenuti. I progetti tendenzialmente finanziati tramite il circuito bancario saranno pertanto quelli che presentano un grado di rischiosità non eccessivo e di opacità elevato. La volontà di sottrarsi alla possibilità che le informazioni private sullo stato delle proprie attività possano divenire di pubblico dominio costituisce un incentivo che orienta le banche verso l'adozione di comportamenti strategici atti a celare le eventuali indiscrezioni emergenti (Dang *et al.*, 2017).

La facoltà di queste ultime di generare *money-like safe liquidity* deve essere posta in relazione alla capacità di mantenere uno stato di segretezza su quanto concerne i *backing asset* (Diamond & Dybvig, 1983). In tal senso, l'opacità di un'istituzione creditizia può essere considerata un elemento funzionale che permette di assecondare le finalità stesse che, in un sistema economico complesso e dinamico, vengono attribuite alle banche. L'opacità rende dispendioso, anche per un investitore accorto, tentare di produrre informazioni che permettano di gettare un cono di luce sulla *balance sheet* dell'intermediario, annullando in tal modo la posizione di vantaggio di cui potrebbe godere. L'*opacity* facilita, inoltre, il processo di condivisione del rischio tra i vari agenti e crea le condizioni affinché le somme depositate beneficino di relativa stabilità (Dang *et al.*, 2017). È dunque possibile constatare che l'opacità non si configura *in toto* come un aspetto negativo, in quanto presenta la prerogativa di fluidificare il canale creditizio e di evitare attriti tra i vari agenti economici. Pertanto, tale fenomeno risulta funzionale alla parcellizzazione dei rischi, evitando che l'informazione pubblica possa ridurre le opportunità di *risk sharing* tra gli attori economici (Hirshleifer, 1971).

Tale ottica interpretativa fa emergere l'assunto che asserisce che l'eliminazione totale della *bank opacity* si porrebbe perfino in antitesi con l'intento di ricondurre il sistema bancario nel suo complesso a una logica di massimizzazione dell'efficienza e della stabilità. Il fenomeno, noto come

“*effetto Hirshleifer*”, implica che il grado di trasparenza eccessivo di un’istituzione creditizia potrebbe presentare dei rilevanti risvolti negativi sulla sua esposizione al rischio di subire un *bank run*, in quanto le banche che si trovano in condizioni di maggiore *stress* e debolezza prospettica potrebbero essere agevolmente individuate dagli investitori, attraverso un’attenta disamina delle attività da queste detenute. Diversamente, qualora risultasse difficoltoso accedere a un volume di informazioni talmente significativo da permettere la formazione di aspettative plausibili circa lo stato di salute dei *players* bancari, gli intermediari maggiormente deboli potrebbero beneficiare di un elevato grado di protezione, evitando le conseguenze di un *bank run* generalizzato (Jungherr, 2018).

Inoltre, un portafoglio caratterizzato da elevata trasparenza non permette di preservare l’informazione di carattere privato, e dotata di una significativa valenza strategica, dallo sguardo interessato dei *competitors*. Tale fenomeno, definito *information spillover*, rappresenta un costo che le istituzioni creditizie sostengono e deve essere inquadrato all’interno dell’ambiente competitivo nel quale quest’ultime operano, risultando tanto maggiore quanto più accentuate si rivelano la frammentazione e la competitività del settore bancario (Jungherr, 2018).

D’altro canto, un aumento della trasparenza si associa frequentemente alla riduzione della propensione all’assunzione di rischi da parte di un intermediario. Il fenomeno in esame viene denominato “*effetto Market Discipline*” e ha come proprio presupposto concettuale l’ipotesi che, in un ambiente caratterizzato da sufficiente trasparenza, gli agenti economici abbiano la facoltà di delineare delle corrette aspettative circa lo stato di salute delle istituzioni creditizie. In tale ambito, giova rilevare che delle attendibili indagini empiriche tratteggiano una relazione positiva tra la competizione bancaria e il concetto di trasparenza (Jungherr, 2018). Al contrario, se un soggetto è caratterizzato da elevata opacità, la ponderazione del portafoglio prestiti risulterà oscura per gli agenti economici, limitando l’incidenza del rischio di *bank run* e inducendo lo stesso ad assumere posizioni maggiormente rischiose. Alla luce di quanto precedentemente esposto, è possibile ritenere che la *bank opacity* assolvano anche a una funzione sociale benefica, in quanto è associabile a un differimento e a una mitigazione di un’eventuale crisi bancaria.

La differente modalità attraverso la quale il sistema bancario e i mercati processano l’informazione fa emergere gli elementi di divergenza tra le due istituzioni. Nei *capital markets* la competizione tra i vari agenti economici conduce a una situazione di simmetria informativa tra i partecipanti al mercato, determinata dal fatto che l’informazione pubblica, integrandosi con quella privata, si riflette istantaneamente nell’andamento dei corsi azionari. Tale fenomeno, a cui si fa riferimento con la locuzione anglosassone *efficient price discovery*, pone i *capital markets* nella condizione di non poter garantire la stabilità dei prezzi degli *asset*, rendendo impossibile la genesi di *money-like securities*. All’opposto, pur non potendo aspirare ad assicurare *state-contingent claims*, la prerogativa degli

intermediari creditizi è invece quella di generare *money-like liquidity*, attraverso l'ausilio del concetto di opacità (Dang *et al.*, 2017). L'isolamento all'interno dei bilanci bancari di un consistente volume di informazione privata fa sì che ai depositanti siano attribuiti degli strumenti finanziari tendenzialmente liquidi, sicuri e svincolati dall'andamento degli *asset* che li supportano. In tal modo, la complementarità tra il lato attivo e quello passivo del bilancio di un'istituzione creditizia assume dei connotati peculiari, in quanto un deterioramento della situazione patrimoniale di quest'ultimo, benché, se reso manifesto, potrebbe generare una reazione collettiva che culmina in un *bank run*, potrebbe restare privo di conseguenze tangibili a causa dell'occultamento derivante dalla *bank opacity* (Diamond & Dybvig, 1983).

Inoltre, anche l'attuazione di una strategia di diversificazione può risultare un elemento che contribuisce ad amplificare il grado di opacità di un intermediario. Pertanto, le banche investono in un numero significativamente elevato di progetti tra loro svincolati, riuscendo in tal modo a emettere delle passività che sono percepite come sostanzialmente prive di rischio (Diamond, 1984). Ciò comporta che i depositanti, anche a causa della presenza della *safety net* di natura governativa costituita da un fondo di garanzia dei depositi, non siano efficacemente incentivati a monitorarne l'attività. Questi ultimi possono beneficiare di *claims* che sono percepiti dal mercato come liquidi, in virtù dell'assenza di informazione privata, confinata all'interno della *balance sheet*.

2.2.2 Opacità degli intermediari ed efficienza dei mercati finanziari

Differentemente da quanto delineato dalla teoria dei mercati perfettamente efficienti, in cui nel prezzo degli *asset* negoziati confluisce l'intero patrimonio informativo disponibile in un determinato istante, numerosi riscontri empirici fanno emergere la natura opaca del processo di intermediazione bancaria, che amplifica l'incertezza che circonda la reale rischiosità delle istituzioni creditizie e inficia l'efficienza del processo di formazione del prezzo relativo ai titoli azionari in questione. La composizione eterogenea degli attivi patrimoniali riveste un ruolo di primo piano in tale fenomeno, rappresentando una delle componenti primarie dell'opacità bancaria. La presenza di un elevato complesso di esposizioni deteriorate accentua l'incertezza che si frappone tra una corretta disamina del valore dell'intermediario e gli *outsiders*.

Le relazioni contrattuali dalle quali hanno origine i crediti non più *in bonis* consistono in rapporti bilaterali tra la banca e l'impresa finanziata, che soggiacciono a un livello di standardizzazione sovente ridotto. La necessità di assecondare le varie esigenze contingenti, che si manifestano durante la fase di formulazione della proposta di finanziamento, fa sì che venga introdotta una molteplicità di

clausole difficilmente intelligibili per agenti economici esterni, rendendo ogni rapporto creditizio peculiare. La presenza di ingenti *stock* di *non-performing loans* introduce, dunque, un'enorme variabilità che, coinvolgendo differenti aspetti nodali nella determinazione del corretto valore delle poste dell'attivo patrimoniale, concorre a rendere estremamente opachi gli *asset* in esame (Campbell & Kracaw, 1980). I fattori più rilevanti che risultano oscuri agli *outsiders* sono, con tutta evidenza, la probabilità che il debitore riesca a recuperare la propria capacità di far fronte agli impegni finanziari assunti, l'adeguatezza delle somme conseguibili attraverso l'escussione delle eventuali garanzie e il *valuation discount* che il mercato imporrebbe in caso di cessione di tali *asset*.

L'incompletezza dell'informazione influisce negativamente sulla capacità degli *outsiders* di valutare in modo accurato le istituzioni creditizie, riducendo l'efficienza dei mercati finanziari. L'elevato grado di complessità del settore bancario, che ha come propria determinante primaria la presenza di *stock* di esposizioni deteriorate nei bilanci, potrebbe rendere eccessivamente onerosa la generazione di informazione idiosincratICA, a causa della *bank opacity*. Di conseguenza, la formazione del prezzo dei titoli azionari potrebbe essere priva di una profonda disamina dei caratteri peculiari riguardanti un determinato soggetto, facendo sì che si deteriori la sua facoltà di fungere da veicolo di informazioni idiosincratiche e diminuisca, così, la sua *informativeness* (Roll, 1998).

Il fenomeno in parola spinge gli operatori a tentare di sopperire alla mancanza di informazioni disponibili facendo affidamento sui segnali comuni a livello sistemico; in tal modo si genera da un lato una significativa sincronicità dei rendimenti azionari nell'ambito del settore bancario, dall'altro l'inaridimento del contenuto informativo che di riflesso emerge dal processo di formazione del prezzo degli *asset* finanziari (Jones *et al.*, 2013). Pertanto, si assiste alla progressiva ascesa del grado di *synchronicity*, con la tendenza delle quotazioni dei singoli intermediari affetti da opacità a conformarsi all'andamento del mercato. La controversa disamina letteraria della relazione tra la sincronicità degli *stock returns* nell'ambito del settore bancario (*synchronicity*), ovvero la variazione concorde e affine del valore del corso azionario di un determinato *player* in relazione all'andamento complessivo del mercato, e il contenuto informativo che di riflesso emerge dal processo di formazione del prezzo degli *asset* finanziari (*informativeness*) ha dato origine a una duplice e divergente interpretazione del fenomeno menzionato.

Una corrente di pensiero, seppur minoritaria, ha elaborato la teoria che asserisce che la *synchronicity* dei rendimenti, quando il contenuto informativo cristallizzato nel prezzo delle attività diviene più profondo, sia a sua volta soggetta a un incremento, delineando una relazione diretta e positiva tra tali concetti. La presente ipotesi si fonda sulla constatazione che un maggior contenuto informativo, ovvero un grado inferiore di complessità, possono rendere più agevole e rapido il processo di

inglobamento delle informazioni idiosincriche nel prezzo degli *asset*, in modo da fungere da presupposto per un incremento prospettico della *synchronicity* (Dasgupta *et al.*, 2010).

La teoria, divergente e predominante, che diversamente postula una relazione inversa tra *synchronicity* e *informativeness*, muove dalla concezione che una dinamica non perfettamente concorde nell'andamento dei prezzi azionari di un determinato *player*, in relazione alla generale performance del mercato, può derivare dalla presenza di informazione idiosincrica latente, che, in condizioni di efficienza del sistema finanziario, si riverbera progressivamente sul prezzo degli *asset*, a causa della competizione tra i vari agenti. Di conseguenza, un livello non elevato di *synchronicity* può venir associato a un consistente contenuto informativo, con la facoltà, per gli agenti economici, di inferire in modo più consono le reali prospettive future di un soggetto (Roll, 1998). La sincronicità, che si genera in uno scenario caratterizzato da opacità diffusa, è un elemento che accentua il rischio sistemico che affligge un'economia e, nell'eventualità di un andamento avverso del ciclo economico, tratteggia lo spettro di un progressivo declino del prezzo di vari titoli bancari.

La maggiore difficoltà che gli *asset* in questione mostrano nell'incorporare l'informazione *market-wide*, indotta dalla loro intrinseca opacità, può essere desunta osservando il *price delay*, ovvero il costante ritardo nell'adeguamento del prezzo azionario. Nello scenario delineato, la teoria della *market microstructure* suggerisce che i titoli delle istituzioni creditizie dovrebbero presentare dei caratteri peculiari che li differenziano dalle imprese non bancarie, come un maggior *bid-ask spread*, dunque un grado di liquidità minore, e un volume di negoziazione sensibilmente più modesto (Blau *et al.*, 2017). L'ampiezza del differenziale tra il prezzo denaro e il prezzo lettera è un indicatore cruciale che permette di inferire il grado di opacità di un intermediario, essendo i fenomeni in parola legati da una relazione diretta. Qualora si prospettino simili caratteristiche in fase di negoziazione, ai titoli in esame si assoceranno generalmente dei livelli elevati di *price delay*.

L'illiquidità di tali titoli si accentua in concomitanza delle crisi finanziarie che ciclicamente investono i mercati, divenendo assai pronunciata. In un simile contesto, una circostanza che si presenta come una sorgente di informazione idiosincrica, come ad esempio le eventuali esternazioni del management di una banca, lungi dall'aver un effetto circoscritto al perimetro di quest'ultima, fornisce materiale informativo supplementare che conduce alla parallela rielaborazione della valutazione di mercato degli intermediari affini, in particolar modo di quelli affetti da un elevato grado di opacità.

Le indagini empiriche condotte confermano che il *price delay* risulta essere significativamente più elevato per i titoli azionari bancari, corroborando l'assunzione che gli stessi presentino un minor livello di efficienza e di informazioni veicolate (Blau *et al.*, 2017). Il grado di opacità di tali istituzioni finanziarie, specialmente per quanto riguarda la composizione dei loro attivi e dei portafogli prestati, viene citato dalla letteratura scientifica come una determinante di questi fenomeni.

2.2.3 *Valuation discount* associato ad *asset* opachi

La natura opaca degli attivi bancari, rendendo complesso per i depositanti discernere le istituzioni che presentano dei consistenti elementi di fragilità da quelle maggiormente solide, esige lo sviluppo di una *safety net* di natura governativa, che possa arginare il rischio di improvvisi *bank run*. La presenza di simili fondi di garanzia, pur essendo benefica per il sistema bancario, non elide in toto le conseguenze negative connesse all'elevato grado di *opacity*.

L'opacità manifesta di alcuni *asset*, che viene sovente correlata a dei ritorni che si profilano come generalmente più elevati rispetto a quelli associati ad attività maggiormente trasparenti, implica l'imposizione di un *valuation discount*, che compensi l'agente per l'impossibilità di pervenire a una valutazione efficiente dello strumento finanziario (Jones *et al.*, 2013). L'incertezza latente comporta l'aspettativa di conseguire dei tassi di rendimento più elevati rispetto a quelli garantiti da investimenti trasparenti. Nei casi in cui la diminuzione del valore determinata dal *valuation discount* non sia sufficientemente pronunciata, affinché gli investitori esterni siano compensati in modo adeguato in relazione al rischio assunto, emergerà per gli intermediari un incentivo, denominato *feedback effect*, ad ampliare la propria quota di investimenti in *asset* opachi (Jones *et al.*, 2013). In un simile contesto, i titoli azionari di tali *players* potranno beneficiare di un andamento più favorevole e il loro prezzo si spingerà al di sopra del reale livello di equilibrio.

Le sorgenti di opacità nel settore bancario possono essere varie, benché la composizione del lato attivo del bilancio rivesta una rilevanza preminente. Il grado di discernimento a cui l'investitore perviene, attraverso la disamina del profilo di rischio-rendimento associato a una banca, può essere impreciso e fuorviante anche nel caso in cui venga fornita un'integrale *information disclosure*, a causa del cospicuo livello di complessità che la affligge. L'intermediario ha la facoltà di determinare, con un grado di accuratezza notevolmente superiore, la qualità delle proprie esposizioni e le dinamiche prospettiche che potrebbero coinvolgerle in futuro.

La ponderazione della quota di investimenti che affluiscono verso attività con elevati profili di opacità ha come proprio presupposto un processo di valutazione del rapporto tra rischio e rendimento. Nel caso ipotetico in cui il mercato sia perfettamente efficiente, la propensione degli azionisti a tollerare l'assunzione di un livello di rischio maggiore, determinato dalla natura opaca dell'*asset*, dovrebbe essere associata all'aspettativa di realizzare rendimenti più elevati (Jones *et al.*, 2013).

Alcuni elementi, estranei alla dinamica appena menzionata, si profilano come incentivi che inducono le banche ad assumere delle posizioni rilevanti in *asset* caratterizzati da elevata opacità. Gli investimenti che presentano dei caratteri simili sono associati a delle esternalità negative, che non gravano direttamente sull'intermediario che contribuisce ad alimentare, ma si riverberano in generale sulla

collettività, generando costi sociali non internalizzati da tali agenti economici. Un eccessivo affidamento sulla facoltà di reperire liquidità nell'immediato attraverso l'accesso al mercato interbancario, che induce nelle istituzioni creditizie la propensione a investire in attività opache e maggiormente rischiose, può condurre alla profonda riduzione delle riserve complessive di liquidità del sistema, compromettendo, nell'evenienza di una crisi finanziaria, la capacità collettiva di far fronte alle proprie esigenze. Un ulteriore aspetto da considerare riguarda il processo di cartolarizzazione delle stesse. La facoltà di ricorrere a delle operazioni di *securitization* affina il grado di liquidità del mercato primario, pregiudicando, al contempo, la liquidità di quello secondario. In un simile scenario, in cui i proventi derivanti dagli investimenti sul mercato primario degli *asset* opachi sono interamente oggetto di appropriazione privata e i costi connessi alla maggiore illiquidità del mercato secondario sono invece assimilati a delle esternalità che ricadono sulla collettività in generale, emerge l'incentivo ad ampliare la quota di investimenti non trasparenti (Jones *et al.*, 2013).

L'evidenza empirica tende a confermare l'ipotesi assunta come cardine del modello, ovvero che agli investimenti in attività maggiormente opache corrispondono ritorni in media più elevati. Gli intermediari bancari che presentano un grado maggiore di opacità dei propri *asset* subiranno delle ripercussioni sul proprio costo del capitale, con l'esposizione a *valuation discounts*, la cui entità varierà nel tempo, in funzione della modificazione della percezione degli investitori relativamente al rischio assunto (Easley & O'Hara, 2004).

2.3 Le asimmetrie informative e il livello di NPLs

Il grado di fruibilità dell'informazione rappresenta una variabile di notevole rilevanza per la conformazione dell'intero sistema economico globale. Qualora non fosse riscontrabile alcun elemento d'attrito che condiziona la facoltà di ciascun agente di attingere in modo integrale e immediato al patrimonio informativo generatosi, ipotesi questa che costituisce una costruzione meramente ideale e priva di raffronti tangibili nelle dinamiche economiche reali, non si rilevarebbero dei significativi impedimenti al trasferimento diretto delle risorse finanziarie disponibili. Queste, pertanto, fluirebbero dai soggetti che ne dispongono in misura eccedente rispetto alle attuali esigenze verso gli attori che, differentemente, manifestano un *deficit* di liquidità. All'opposto, emergono ininterrottamente dei fattori di interferenza e di discontinuità che alterano il flusso informativo, distorcendolo e rendendolo limitato e parziale. Di conseguenza, l'informazione, lungi dall'essere accessibile in modo trasversale, diviene un elemento dotato di un intrinseco e pronunciato valore economico, che influenza sensibilmente le dinamiche dell'allocazione creditizia. Dunque, proponendosi come centri unitari di

aggregazione del flusso informativo riguardante i soggetti che potenzialmente indosseranno la veste giuridica di debitori, le istituzioni creditizie riescono a integrarsi nel flusso di fondi liquidi. All'interno di tali *players*, da un lato si condensa un patrimonio conoscitivo esteso e articolato, dall'altro confluiscono, dalla generalità dei soggetti in *surplus* finanziario, le risorse che saranno sottoposte a un processo di riallocazione. La stessa sussistenza degli intermediari bancari, dai quali nessun sistema economico avanzato potrebbe prescindere, costituisce la manifestazione tangibile dell'impossibilità concettuale di ritenere che l'informazione sia equidistribuita gratuitamente tra i vari agenti che operano in un determinato contesto economico.

La teoria dell'intermediazione finanziaria attribuisce alle banche, all'interno dell'assetto economico di un Paese, il ruolo nevralgico di *delegated monitors*, equiparando le stesse a un vettore che permette di veicolare in modo efficiente le risorse finanziarie collettive. Per poter assolvere alla propria funzione queste ultime avvertono l'impellente necessità di integrare il patrimonio informativo di cui dispongono sulle prospettive e sul profilo di solvibilità dei soggetti con i quali entrano in relazione, convogliando verso una simile attività un'ingente mole di risorse, con l'intento di ridurre al minimo l'impatto negativo dell'asimmetria informativa che vizia il rapporto tra gli attori economici. Pertanto, gli intermediari creditizi vengono a detenere una forma, seppur limitata e parziale, di monopolio informativo sullo stato di salute dei soggetti che hanno avuto accesso ai fondi, la cui capacità di adempiere regolarmente le obbligazioni che hanno contratto si riverbera sulla qualità dell'attivo patrimoniale e sulla redditività della banca (Hughes *et al.*, 2007).

L'impossibilità per gli investitori che effettuano delle transazioni sul mercato azionario di reperire lo stesso volume di informazioni di cui dispongono gli intermediari bancari fa sì che in sede di determinazione del valore di una specifica istituzione creditizia riemergano, di conseguenza, delle dinamiche compatibili con il fenomeno dell'asimmetria informativa. L'indagine degli agenti esterni sulla qualità degli *asset* detenuti si infrange sovente contro delle difficoltà oggettive, in quanto, per poter pervenire a una corretta valutazione di una determinata banca, si dovrebbe preventivamente disporre di informazioni, reperibili in modo assai oneroso, sulle prospettive economiche dei soggetti che costituiscono la controparte delle relazioni creditizie instaurate. Di conseguenza, la solidità dell'istituzione che ha inglobato nel proprio attivo le esposizioni in esame potrà essere inferita soltanto con un certo grado di approssimazione. L'incertezza relativa alla valutazione degli intermediari viene ulteriormente accentuata dagli espedienti strategici che le stesse banche pongono in essere per tentare di celare la composizione e la qualità del proprio attivo patrimoniale, come è emerso nel paragrafo 2.2 affrontando la tematica della *bank opacity*. Un'ampia fonte di asimmetria informativa è costituita anche dallo *stock* complessivo di *non-performing loans* detenuto dalle istituzioni creditizie, il quale, a causa del verificarsi di un effetto contagio, esaspera le perplessità che ammantano in modo generalizzato lo

stato del portafoglio prestiti. La presenza di esposizioni deteriorate rappresenta un fattore che favorisce la recrudescenza dell'*information asymmetry* e perturba il *trend* delle quotazioni azionarie delle banche in esame. L'effetto concomitante degli elevati *capital requirements* imposti e dell'ingente volume di *non-performing loans* ha una notevole incidenza sul *cost of equity* delle banche dell'eurozona, agendo con particolare intensità sugli intermediari nazionali. Invero, queste ultime sono esposte in modo significativo alle conseguenze della presenza di un novero consistente di esposizioni deteriorate (Botosan *et al.*, 2004).

Il costo del capitale di un *player* bancario non risulta, pertanto, immune dalle conseguenze che derivano dall'accentuazione del fenomeno dell'asimmetria informativa. All'interno di un contesto caratterizzato dalla competizione intensa tra gli attori che interagiscono nel mercato azionario, gli investitori che possono unicamente fare affidamento su un patrimonio informativo carente e lacunoso, a causa della scarsa intelligibilità delle dinamiche che interessano la qualità dell'attivo patrimoniale, pretendono una remunerazione aggiuntiva che li preservi, almeno parzialmente, dagli effetti deleteri dell'esposizione alla concorrenza di operatori che dispongono di informazioni private (Botosan *et al.*, 2004). L'ampiezza dell'*expected return* associato ai titoli delle istituzioni bancarie, determinato dalla somma del *risk-free return* e del *risk premium* che viene imposto, risulta incline a delle oscillazioni in funzione del grado di fruibilità delle informazioni che progressivamente si generano. In tal modo, le analisi empiriche tratteggiano uno scenario in cui la stessa presenza di una dilagante *information asymmetry* diviene un elemento soggetto a *pricing*, influenzando l'entità del costo del capitale attraverso le ripercussioni che si generano sulla natura del *risk premium* preteso dal mercato (Hughes *et al.*, 2007). Quest'ultima componente, in virtù della facoltà di cui dispongono gli investitori di attuare agevolmente una strategia di radicale diversificazione del portafoglio dei titoli azionari, che consente di omettere la valutazione del complesso delle variabili che fanno riferimento alla dimensione del rischio idiosincratico, risulta *in toto* plasmata dai fattori che rilevano l'esposizione del soggetto in esame al rischio sistematico.

Il ricorso al concetto di *Beta* (β) permette di elidere la considerazione degli elementi di rischio attinenti unicamente allo specifico titolo bancario, estromettendoli conseguentemente dal processo di *pricing*. A tal proposito, dalle analisi empiriche emerge che il novero di *non-performing loans* presente nell'attivo patrimoniale esercita una notevole influenza sul rischio sistematico al quale una banca risulta esposta, concorrendo, pertanto, alla determinazione del *Beta* associato alla stessa (Beltrame *et al.*, 2018). La letteratura scientifica ha elaborato dei modelli concettuali sulla struttura informativa che permettono di stilizzare il fenomeno economico in esame, includendo nella costruzione teorica l'analisi dei segnali privati che gettano un cono di luce sia sui fattori sistematici, sia sugli *shock* idiosincratici ai quali un intermediario è naturalmente esposto. La nozione di segnale privato

deve essere concepita alla stregua di un veicolo di informazione inerente a delle componenti che, in conformità del contenuto conoscitivo che si è reso disponibile, permettono di formulare delle valutazioni più attendibili su alcune dinamiche, che agiscono tanto a livello idiosincratico quanto sistematico. Invero, gli indicatori che sintetizzano l'andamento complessivo di una banca, come il *trend* della redditività, il *cash flow* che viene generato o le oscillazioni del *non-performing loan ratio*, sono al contempo influenzati anche da fattori di natura sistematica.

Con riferimento ai mercati azionari delle economie maggiormente sviluppate, la presenza di informazione di carattere privato relativa a dei fattori di natura sistematica, di cui conseguentemente la platea generale degli investitori non ha contezza, non presenta delle ripercussioni sulla determinazione del *Beta* delle banche, pur contribuendo a conformare l'entità dei *factor risk premiums* (Hughes *et al.*, 2007). All'estremo opposto, qualora l'informazione non di pubblico dominio riguardi soltanto degli *shock* idiosincratici, quest'ultima non costituirà un elemento da prendere direttamente in considerazione per la definizione dei *factor risk premiums*, a causa della già citata possibilità di ricorrere alla diversificazione del portafoglio, bensì agirà esclusivamente in veste di sorgente di interferenza nel processo di formazione delle aspettative riguardanti i singoli fattori sistematici (Hughes *et al.*, 2007).

La letteratura scientifica risulta concorde nell'affermare che i *factor risk premiums* associati ai titoli azionari delle istituzioni creditizie sono soggetti a un incremento in concomitanza dell'accentuazione del grado di asimmetria informativa che affligge determinati fattori sistematici, a causa dell'incertezza derivante dalla pronunciata disparità riscontrabile nelle prospettive degli investitori che dispongono di un differente livello di informazione. Pertanto, il fenomeno in questione conduce all'aumento del costo del capitale per l'intermediario bancario, accentuando il differenziale che emerge tra tale indicatore e il rendimento effettivo del capitale proprio, ovvero il *return on equity*. Negli anni più recenti, la performance deficitaria conseguita dai *players* italiani ha fatto sì che il valore in esame si collocasse costantemente in territorio negativo, costituendo un elemento sintomatico dell'inadeguatezza della redditività aziendale per i soggetti che detengono il capitale di rischio.

2.4 La valutazione del mercato relativa ai tratti peculiari del sistema bancario italiano

2.4.1 L'influenza della diversificazione del portafoglio prestiti sullo *stock* di NPLs

La possibilità di definire il grado ottimale di diversificazione del portafoglio prestiti di un intermediario è un tema sul quale la letteratura scientifica esistente non si esprime in modo univoco, essendo rintracciabili rispettivamente sia alcuni elementi che supportano una visione tendente a privilegiare la specializzazione delle banche, sia altri divergenti che, all'opposto, farebbero propendere per l'opportunità di attuare una radicale diversificazione. La definizione di una linea strategica unitaria da parte del vertice aziendale esercita una significativa influenza sul grado di stabilità di una banca, riverberandosi sull'andamento del complesso delle esposizioni deteriorate presenti nel bilancio della stessa.

Alla diversificazione del portafoglio prestiti si associa, inoltre, la tendenza a lambire delle aree di operatività che precedentemente risultavano estranee all'interesse degli intermediari, nell'ottica di sopperire al progressivo inaridimento delle prospettive legate all'attività di *lending*. Invero, come è emerso anche dalle valutazioni effettuate nel paragrafo 1.3, la profittabilità di tale segmento operativo, che tradizionalmente costituisce il *core business* del sistema bancario italiano, è stata inficiata dalla propensione della Banca centrale europea a sostenere la genesi di uno scenario economico continentale caratterizzato da tassi di interesse persistentemente contenuti. La tendenza latente, che si manifesta con sempre maggiore intensità all'interno del settore bancario nazionale, risulta essere quella volta a espandere progressivamente le fonti di reddito, affiancando alle tradizionali attività legate alla concessione di finanziamenti un'ampia gamma di servizi finanziari, atti a generare *non-interest income*. Una simile dinamica strategica, perseguita da un novero crescente di banche, è associata alla facoltà di beneficiare in modo proattivo delle emergenti economie di scala e di scopo e della riduzione della volatilità che affligge gli utili (Shim, 2019). Parallelamente, e in modo divergente, tale processo potrebbe associarsi a una minore efficienza della struttura interna degli intermediari maggiormente diversificati, determinata dall'evidente aggravio di costi, dalla possibile emergenza di diseconomie di scala e dall'inasprimento degli effetti deleteri del dilemma legato all'*agency theory*.

La natura peculiare dei finanziamenti concessi dagli intermediari creditizi, che si differenziano radicalmente dagli *asset* liquidi che generano *payoff* esogeni, fa sì che questi non possano essere negoziati agevolmente sul mercato secondario, a causa del livello di standardizzazione prossimo allo zero. Inoltre, l'abilità della banca nel predisporre delle efficaci operazioni di *screening* e *monitoring* rappresenta un elemento essenziale, in quanto contribuisce alla definizione del rendimento complessivo

dell'attività, mitigando gli effetti negativi della dilagante asimmetria informativa che affligge le operazioni di *lending* e riducendo la variabilità dei *payoff* potenzialmente conseguibili (Shim, 2019).

Come è altresì emerso dalle riflessioni proposte nel paragrafo 2.3, la teoria dell'intermediazione finanziaria introduce la necessità di valutare come l'impatto dell'asimmetria informativa infici il rendimento del portafoglio prestiti, suggerendo che non sia plausibile ritenere che le istituzioni creditizie possano ridurre il livello di rischio al quale sono esposte, attuando unicamente, in modo speculare a quanto asserito dalla *Modern portfolio theory*, una strategia di diversificazione del portafoglio prestiti. La probabilità che una posizione creditizia sia soggetta a un'evoluzione avversa, tramutandosi in esposizione deteriorata, lungi dall'essere totalmente estranea alla sfera di influenza della banca, risente sensibilmente dell'efficacia del processo di *screening* e *monitoring* predisposto. Una simile evenienza rappresenta l'elemento discriminante che rende intimamente differente il processo di identificazione di un portafoglio ben diversificato di *asset* finanziari, il cui caso emblematico è costituito dall'ambito azionario, e l'ampliamento dei confini dell'attività di *lending*. Il *payoff* che quest'ultima genera non può essere ritenuto esogeno (Acharya *et al.*, 2002), in quanto le competenze manageriali, che si sedimentano attraverso l'esperienza diretta, e l'attendibilità del processo interno di gestione del rischio di credito sono elementi imprescindibili affinché si possa limitare l'incidenza dei *non-performing loans*.

La specializzazione accentuata di alcune banche fa emergere le competenze specifiche e la perizia necessarie per poter monitorare in modo più accorto l'intero processo di *lending*, evitando che le risorse manageriali disponibili si disperdano eccessivamente. La carenza di approfondite conoscenze riguardo i settori verso i quali gli intermediari intendono ampliare il proprio raggio di azione li espone alle conseguenze potenzialmente gravose delle vulnerabilità che possono affliggere le operazioni di *pricing*. Queste ultime si traducono sovente nei fenomeni della selezione avversa e della *winner's curse*, la cui incidenza è inferiore nelle istituzioni bancarie maggiormente specializzate. Per giunta, vi possono essere delle rilevanti difficoltà a penetrare in ambiti competitivi che precedentemente risultavano estranei agli interessi di un determinato intermediario, essendo necessarie elevate competenze manageriali ed esperienza che potrebbero latitare. L'impossibilità concettuale di ritenere che le abilità in fase di *screening* e *monitoring* restino costanti, nonostante il diverso grado di diversificazione, pregiudica la facoltà di reputare che il rischio di insolvenza di una banca sia aprioristicamente decrescente in funzione del suo livello di diversificazione (Acharya *et al.*, 2002).

Il processo di diversificazione finora tratteggiato presenta degli ulteriori risvolti negativi che concorrono a inficiare gli eventuali effetti benefici dello stesso. Il più significativo consiste nell'aumento delle frizioni tra il management e i detentori dell'*equity* dell'intermediario, le cui prerogative potrebbero non essere perfettamente allineate. Se la diversificazione delle attività non è ispirata da una

logica puramente volta al conseguimento di un incremento del valore aziendale, ma si fonda piuttosto sulla volontà da parte del management di estrarre la massima quota di benefici privati, tale incentivo perverso finisce con il comprimere la valutazione che il mercato attribuisce alla banca (Cornett *et al.*, 2003). La stessa perizia con la quale i detentori dell'*equity* tendono a vigilare sull'adeguatezza delle decisioni strategiche del management è presumibilmente soggetta a pronunciate oscillazioni, in funzione del livello di indebitamento. Un aumento del *leverage* degli intermediari bancari, ovvero una riduzione dei *capital ratios*, corrodono gli incentivi che animano l'intento degli *shareholders* di assicurarsi che gli interessi del management siano costantemente allineati alle proprie prerogative, in quanto una quota più rilevante delle risorse generate dall'attività dell'istituzione creditizia diverrà oggetto di appropriazione da parte degli attori che hanno provveduto ad apportare il capitale di debito (Acharya *et al.*, 2002). Pertanto, qualora vi sia un elevato rischio che il portafoglio prestiti sia soggetto a un accentuato deterioramento e si delinei all'orizzonte lo spettro di un incremento della probabilità di *default* della banca, residueranno per gli *shareholders* dei deboli incentivi a monitorare l'andamento delle esposizioni creditizie, in quanto i limitati benefici estraibili dai detentori dell'*equity*, legati all'esercizio di diritti residuali, non giustificherebbero la profusione di risorse in un'attività oltremodo onerosa.

La stessa percezione del mercato relativa alle banche che adottano una linea strategica che le porta ad abbandonare la logica della specializzazione a livello industriale e settoriale risulta essere tendenzialmente negativa. Il *valuation discount* che sovente viene imposto costituisce un ulteriore deterrente all'implementazione di un programma di ampliamento progressivo del *loan portfolio* di un'istituzione creditizia.

In ultima analisi, qualora gli aspetti deleteri derivanti dai fenomeni appena menzionati eccedano i benefici apportati dalla diversificazione, la correlazione emergente tra tale condotta strategica e la stabilità finanziaria della banca sarà negativa. Pertanto, risulta arduo stabilire se il profilo di rischio-rendimento di un intermediario, che adotta una strategia di diversificazione radicale del proprio portafoglio prestiti, sia più appetibile per gli investitori rispetto a quello associato a soggetti maggiormente specializzati. Le analisi empiriche palesano che le istituzioni creditizie che si affidano a una strategia di specializzazione tendono a generare dei ritorni lievemente più elevati rispetto alle banche con un maggior grado di diversificazione, conciliando, al contempo, tale dinamica con livelli inferiori del *loan loss provision ratio (llp)* e del *non-performing loan ratio (npl)*, indicatori che possono essere assunti come *proxy* del livello di rischio al quale le stesse risultano esposte (Behr *et al.*, 2007).

Invero, per completare il quadro d'analisi è necessario introdurre un ulteriore elemento che consenta di valutare in modo maggiormente attendibile il grado di rischiosità dei due sottoinsiemi di banche. L'*unexpected loss*, che costituisce la manifestazione più realistica della rischiosità alla quale sono

esposti i *players* bancari, può venir tratteggiata attraverso il riferimento alla deviazione standard del *loan loss provision ratio* e del *non-performing loan ratio*. La presente *proxy*, essendo un indice di dispersione statistico, permette di indagare la variabilità del valore assunto dai *ratios* menzionati. Le superiori fluttuazioni del *llp* e del *npl*, che vengono riscontrate tra il novero di istituzioni bancarie che adottano una strategia di specializzazione, sono pertanto associate a un grado di rischiosità più elevato. In tal modo, il fenomeno in esame viene ricondotto all'interno del perimetro delineato dalla logica del *trade-off* tra rischio e rendimento. Sebbene le banche specializzate nella concessione di finanziamenti in specifici settori economici possano sovente vantare rendimenti più appetibili, le stesse saranno esposte a livelli maggiori di rischio rispetto agli intermediari diversificati (Behr *et al.*, 2007).

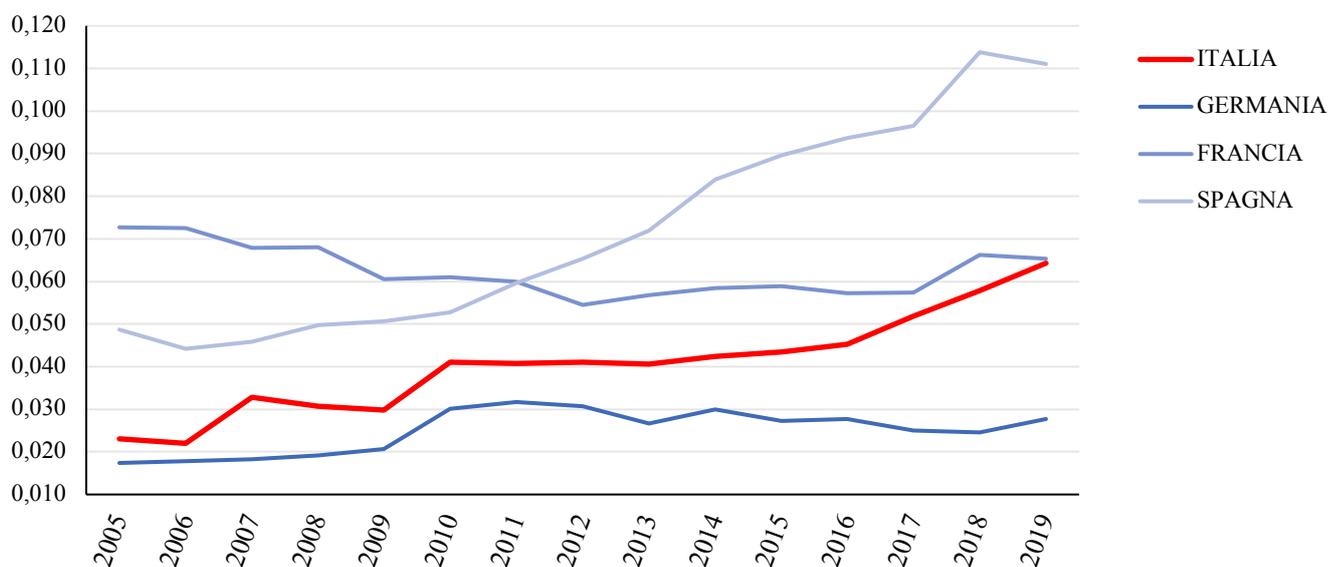
L'indagine empirica proposta, che tenta di attribuire una sanzione all'influenza esercitata sulla stabilità finanziaria del sistema dal grado di diversificazione degli *asset* detenuti dalle varie banche, deve al contempo confrontarsi con la necessità di contemperare la rilevanza dell'ambiente esogeno, che si estrinseca nella maggiore o minore concentrazione del mercato e nel suo livello di competitività, elementi che saranno analizzati nel seguente paragrafo.

2.4.2 Il ruolo della *market structure* nel fenomeno NPLs

La seconda variabile oggetto di indagine, ovvero il grado di concentrazione e di competitività del sistema bancario italiano, è analogamente assoggettata a una trattazione ambivalente da parte della letteratura scientifica esistente, che si articola, nella delineazione del nesso tra la *market structure* e la stabilità dello stesso, in due filoni concettualmente divergenti. Come è stato altresì tratteggiato nel paragrafo 1.3, l'istantanea che fornisce una rappresentazione dei caratteri primari del comparto bancario italiano ci restituisce un'immagine in cui la frammentazione consistente e la presenza di una vasta gamma di *players* operanti a livello locale concorrono alla genesi di un ambiente di riferimento in cui il grado di competitività appare manifestamente elevato. I differenti approcci seguiti dalle varie correnti della letteratura scientifica tendono ad associare alla conformazione della *market structure* italiana degli effetti divergenti sulla stabilità del sistema bancario nazionale, e conseguentemente sul complesso di *non-performing loans* presente negli attivi patrimoniali delle istituzioni creditizie.

FIGURA 2.1

HERFINDAHL INDEX FOR BANKS' TOTAL ASSETS



Fonte dei dati: ECB Statistical Data Warehouse

La teoria che gode di maggior credito in ambito accademico, ovvero la *concentration-stability view*, asserisce che qualora il sistema bancario di un determinato Paese sia caratterizzato da un consistente grado di concentrazione, quest'ultimo beneficerà parallelamente di un livello di stabilità maggiore, in quanto i *players* operanti potranno giovare di un ambiente competitivo che garantisce diffuse opportunità di profitto, facendo sì, conseguentemente, che la propensione all'assunzione di rischi si riduca (Hellmann *et al.*, 2000). Il consequenziale incremento della redditività si traduce, per le banche, nella facoltà di predisporre degli argini che ne presidino la stabilità finanziaria, limitando l'incidenza degli effetti legati al sopravvenire di inattesi *shock* negativi. Pertanto, venendo assecondato il processo di consolidamento del *capital buffer* degli intermediari, si rende più remota l'eventualità che possa manifestarsi un dissesto che coinvolge alcuni *players* del sistema bancario, incrementando simultaneamente il valore globale delle istituzioni creditizie (Shim, 2019). In tal modo, la *concentration-stability view*, sottintendendo l'esistenza di una relazione positiva tra la stabilità del settore bancario italiano e il grado di concentrazione dello stesso, tratteggia un contesto ambientale in cui, a causa del livello di competitività che risulta eccedente, per effetto della presenza di numerosi operatori, la pressione competitiva erode in modo progressivo i profitti degli intermediari. La necessità di incrementare la propria redditività potrebbe costituire un incentivo a porre in essere dei processi di *screening* caratterizzati da eccessiva indulgenza verso la controparte, il che conduce, pertanto, alla compromissione dell'*iter* virtuoso che dovrebbe caratterizzare l'attività di *lending* e all'assunzione di rischi maggiormente elevati (Shim, 2019). Alla luce di quanto delineato, le ripercussioni che si generano sulla qualità dei bilanci bancari sono immediatamente comprensibili.

D'altro canto, la teoria della *concentration-fragility*, muovendo da un presupposto antitetico, postula che la relazione esistente tra il grado di concentrazione del settore bancario e la stabilità finanziaria di quest'ultimo sia, all'opposto, negativa. Il principio ispiratore di tale costruzione teorica è rappresentato dalla convinzione che le banche di ingenti dimensioni, che operano in un contesto ambientale altamente concentrato, possono giovare degli strumenti di protezione predisposti dall'autorità governativa per arginare l'onda d'urto di natura sistemica che si propagherebbe in caso di dissesto di un'istituzione percepita come *too big to fail*. Qualora il management dovesse ritenere che le ripercussioni derivanti dal declino delle prospettive dell'intermediario verrebbero mitigate dal ricorso a delle forme di supporto pubblico, potrebbero generarsi degli incentivi perversi che alimentano la tendenza ad assumere delle posizioni maggiormente rischiose, determinando l'insorgenza di evidenti fenomeni di *moral hazard* e di una spirale negativa che inficia la stabilità del sistema finanziario. Inoltre, tali banche potrebbero subire la tentazione di imporre dei tassi di interesse particolarmente elevati come corrispettivo della concessione dei finanziamenti al segmento *corporate*, manifestando la propensione ad abusare del proprio potere di mercato. In un simile scenario, la maggiore onerosità dei finanziamenti, deprimendo il potenziale espansivo dell'economia reale, esporrebbe le imprese non finanziarie al rischio di non essere in grado di far fronte alle obbligazioni precedentemente assunte, alimentando il processo di trasformazione delle esposizioni creditizie presenti nell'attivo patrimoniale in *non-performing loans*.

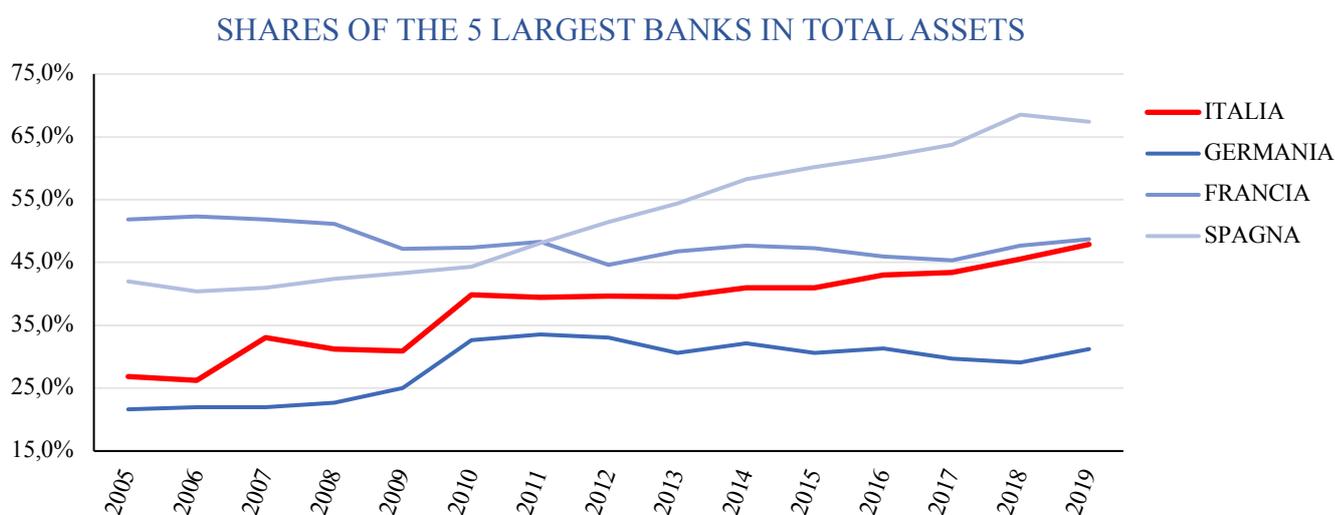
Le osservazioni empiriche risultano cruciali per diradare i dubbi che aleggiano sul fenomeno in esame, suggerendo che le banche che operano in condizioni di concorrenza e concentrazione eccessivamente elevate sono maggiormente esposte a dei fenomeni di instabilità finanziaria e all'incremento delle esposizioni deteriorate (Shim, 2019). Per concludere, le argomentazioni proposte dalla *concentration-stability view*, per fornire un'interpretazione attendibile del ruolo esercitato dalla *market structure* sull'andamento dei *non-performing loans*, delineano un impianto concettuale lineare, la cui capacità esplicativa non è raggiungibile dalla concorrente teoria della *concentration-fragility*.

Per esaurire la trattazione del tema in esame, appare opportuno citare un approccio teorico che tenta di gettare un ponte tra il concetto di diversificazione del portafoglio prestiti e quello di concentrazione del sistema bancario, asserendo che il livello di diversificazione conseguito da un'impresa debba altresì essere posto in relazione con il grado di competitività riscontrabile all'interno del settore oggetto di disamina. La teoria dei costi di transazione si prefigge l'intento di introdurre il concetto appena delineato all'interno dell'ambito bancario. Appurato che un'intensa competizione conduce all'incremento dei costi burocratici di gestione di un intermediario che dispone di un ampio ventaglio di attività diversificate, lo stesso sarà indotto a modellare il grado di specializzazione del portafoglio prestiti in funzione del livello di competitività del sistema bancario. Nel caso in cui quest'ultimo

risultasse particolarmente accentuato, la pressione esercitata dall'ambiente esterno indurrebbe le istituzioni creditizie a tentare di focalizzare la propria attenzione sul *core business* aziendale, riducendo le inefficienze organizzative e drenando risorse manageriali dalle attività periferiche e marginali (Shim, 2019). Pertanto, la teoria dei costi di transazione postula che l'effetto della diversificazione del portafoglio prestiti sulla stabilità finanziaria di un determinato soggetto presenti una correlazione positiva con il livello di concentrazione del settore bancario.

Alla luce delle precedenti considerazioni, appare legittimo affermare che le peculiarità dell'ambiente esogeno, in cui gli intermediari italiani sono costretti a operare, non risultano *in toto* compatibili con l'intento di promuovere l'*iter* di riduzione dello *stock* di esposizioni deteriorate detenute a livello sistemico, suggerendo velatamente l'opportunità di incentivare il processo in atto di consolidamento del settore. L'accrescimento dimensionale dei maggiori poli bancari nazionali, associandosi alla riduzione del grado di competitività del contesto italiano, dovrebbe essere accolto con favore, in virtù delle ripercussioni positive che potrebbero lenire le carenze di stabilità manifestate in passato dal sistema.

FIGURA 2.2



Fonte dei dati: ECB Statistical Data Warehouse

2.4.3 L'incidenza dello *stock* di NPLs sulla volatilità nelle fasi recessive

Il manifestarsi di una congiuntura sfavorevole a livello macroeconomico tende a incrinare, in modo generalizzato le prospettive di sviluppo, dell'intero sistema economico di un determinato Paese, generando, *in primis*, incertezza sull'idoneità degli intermediari creditizi a reggere l'urto della crisi. La reciproca interdipendenza tra l'ambiente *corporate* e il comparto bancario, che caratterizza un contesto *bank-based* come quello italiano, fa sì che l'andamento claudicante del segmento economico costituito dalle imprese non finanziarie abbia delle immediate ripercussioni sulla qualità degli attivi

patrimoniali. Pertanto, la perturbazione trasversale dell'ambiente economico si riverbera sul sistema finanziario, associandosi all'incremento della volatilità del mercato azionario, indicatore che esprime l'incertezza relativa all'ampiezza delle future oscillazioni del prezzo delle attività finanziarie negoziate. La maggiore volatilità del mercato, variabile che viene sovente assunta come *proxy* del concetto di *market fear*, determina l'accentuazione della probabilità che le variazioni delle quotazioni azionarie siano particolarmente ampie, facendo sì, di conseguenza, che i ritorni associati ai titoli delle istituzioni creditizie tendano a discostarsi, in valore assoluto, dall'*expected excess market return* associato al rischio sistematico al quale i *players* bancari sono necessariamente esposti.

La natura dell'effetto che si genera sulla performance azionaria, nel caso in cui alcune banche siano investite da un repentino incremento della volatilità del mercato, non è determinabile *a priori*, in quanto la risultante di tale fenomeno viene conformatata dall'interazione di molteplici variabili idiosincroniche. Queste ultime, nell'interpretazione più accreditata emersa dall'ambiente accademico, hanno la facoltà di alterare il *sentiment* del mercato e sono soggette a mutamenti rilevanti in funzione della dimensione degli intermediari creditizi. Pertanto, un limitato perimetro dimensionale si traduce in un elemento deficitario che tende a incrinare la performance delle banche minori, accentuando l'effetto deleterio che si manifesta in concomitanza dell'incremento della *volatility* del mercato (Chira *et al.*, 2013). Di conseguenza, tale fenomeno mostra un'incidenza negativa sugli *stock returns* dei soggetti economici appartenenti al bacino degli intermediari di dimensioni modeste. Quest'ultima viene ulteriormente esacerbata dall'eventuale presenza di fattori idiosincrici avversi, come l'esistenza di un ingente complesso di *non-performing loans*, il ricorso pronunciato a fonti di finanziamento di carattere non tradizionale e l'elevata incidenza dei finanziamenti concessi sul totale degli *asset* detenuti (Chira *et al.*, 2013).

Le banche di rilevanza sistemica si collocano, diversamente, all'estremo opposto, potendo persino trarre beneficio dall'esposizione a condizioni ambientali contraddistinte dall'accentuarsi della volatilità del mercato azionario. Gli intermediari in esame, invero, dispongono di alcune caratteristiche peculiari che, in regime di crisi, divengono degli elementi di vantaggio competitivo nei confronti delle istituzioni di dimensioni minori, come la possibilità di giovare di una più radicale strategia di diversificazione e di fare affidamento sull'accesso immediato a delle modalità alternative per attingere a delle riserve di liquidità aggiuntiva. La rilevanza di tali intermediari, il cui collasso potrebbe pregiudicare la stessa stabilità del Paese, corrodendo le fondamenta su cui poggia l'intero tessuto economico nazionale, induce il soggetto regolatore a mostrare un atteggiamento contraddistinto da cautela e indulgenza. L'intento implicito di preservarne la stabilità permette alle banche in questione di evitare le conseguenze del verificarsi di una contrazione eccessiva dell'attivo patrimoniale, facendo riaffiorare l'annosa tematica delle istituzioni percepite come *too big to fail* (Chira *et al.*, 2013).

Per concludere la trattazione dell'argomento affrontato, appare opportuno porre in risalto che le osservazioni empiriche inerenti alle serie storiche dei rendimenti dei titoli azionari corroborano la tesi che postula che l'accentuazione della volatilità sia più pronunciata in concomitanza del manifestarsi di una fase avversa che investe i mercati. Al contrario, un *trend* ascendente del prezzo degli *asset* finanziari negoziati è generalmente associato alla riduzione della varianza dei rendimenti relativi al corso azionario delle banche. Il fenomeno descritto, definito nel gergo anglosassone *asymmetric volatility*, implica la sussistenza di una correlazione negativa che lega l'andamento degli *stock returns* alle oscillazioni che interessano la volatilità del mercato.

Le considerazioni che precedono fanno presagire le fragilità che affliggono il settore bancario italiano, il quale è composto, come delineato nel paragrafo 1.3, in misura integrante da un ampio novero di istituzioni creditizie la cui operatività è limitata a contesti territoriali ridotti e soggiace agli effetti derivanti dalla presenza di un complesso eccessivamente ampio di esposizioni deteriorate. Alla luce di quanto è emerso attraverso la trattazione del fenomeno in esame, tali intermediari, a causa della loro propensione a subire in modo accentuato le conseguenze di un'eventuale destabilizzazione del contesto macroeconomico di riferimento, potrebbero costituire un elemento di vulnerabilità che inficia, se non addirittura compromette, la capacità del sistema bancario italiano di superare indenne il manifestarsi di una crisi economica.

CAPITOLO III: NPLs e performance azionaria, il caso delle banche italiane

Avendo esaurito, senza pretesa di esaustività, la trattazione delle dinamiche attraverso le quali la letteratura scientifica ritiene che il peggioramento della qualità dell'attivo patrimoniale possa tramutarsi in un elemento in grado di inficiare la performance degli intermediari nazionali, in questa sede appare opportuno introdurre il nucleo tematico principale dell'elaborato. Il seguente capitolo si mostra animato dall'intento di appurare se esista o meno la possibilità di identificare una correlazione significativa tra le molteplici variabili estratte dai bilanci bancari, che possono essere assunte come *proxy* della stabilità patrimoniale di una determinata istituzione creditizia e dell'adeguatezza delle sue politiche di *lending*, e l'andamento del corso azionario della stessa. Preventivamente, ritengo funzionale proporre una disamina del *trend* generale che ha interessato le quotazioni dei titoli bancari italiani, la cui performance, nell'arco temporale che delimita l'orizzonte della presente ricerca, è apparsa tutt'altro che brillante. Pertanto, tale tematica, alla cui trattazione è adibito il seguente paragrafo, risulta propedeutica al successivo tentativo di far emergere la relazione che intercorre tra la presenza di un considerevole complesso *non-performing loans* negli attivi patrimoniali degli intermediari creditizi e i ritorni azionari conseguiti.

3.1 Analisi della performance azionaria degli intermediari nazionali

La tabella proposta nella pagina seguente (TAVOLA 3.1) mostra che l'andamento di molteplici titoli bancari che costituiscono il *FTSE Italia All-Share Banks Index* ha manifestato un *trend* ribassista persistente, il quale, determinando l'erosione della *market capitalization* di un numero non secondario di intermediari, ha fatto sì che la rilevanza, all'interno dell'indice *FTSE MIB*, del menzionato *super-sector* economico sia andata progressivamente affievolendosi. La parabola discendente che ha investito le quotazioni azionarie di molteplici *players* inseriti nel *FTSE Italia All-Share Banks Index* diviene ancora più esplicita nel caso in cui le dinamiche che hanno interessato l'indice in esame vengano messe in relazione con la tendenza divergente emersa nei comparti economici più brillanti a livello nazionale. L'allineamento dei principali indici settoriali italiani, promosso il 19 dicembre 2008, permette di formulare un giudizio profondamente negativo sull'evoluzione che ha interessato i titoli bancari nel complesso, il cui indice di riferimento appare, in data odierna, ben lontano dal lambire l'originario valore di 20.000 punti base.

TAVOLA 3.1

BORSA ITALIANA STOCK INDICES											
	30 DEC 2010	30 DEC 2011	28 DEC 2012	30 DEC 2013	30 DEC 2014	30 DEC 2015	30 DEC 2016	29 DEC 2017	28 DEC 2018	30 DEC 2019	30 DEC 2020
<i>FTSE ITALIA ALL-SHARE</i>	20.936	15.850	17.175	20.204	20.138	23.236	20.936	24.192	20.148	25.625	24.203
<i>FTSE ITALIA MID CAP</i>	24.114	17.708	17.632	26.243	25.229	34.872	32.099	42.474	34.170	40.422	38.092
<i>FTSE MIB</i>	20.173	15.090	16.273	18.968	19.012	21.418	19.235	21.853	18.324	23.506	22.233
<i>FTSE ITALIA SECTORAL</i>											
<i>SUPERSECTOR</i>											
<i>AUTOMOBILES & PARTS</i>	55.224	34.748	40.081	61.335	77.788	103.438	116.018	188.488	165.835	223.078	260.834
<i>INSURANCE</i>	14.613	11.470	12.878	17.367	16.761	17.349	14.527	15.705	15.061	19.397	15.110
<i>BANKS</i>	17.190	9.431	9.429	12.553	13.407	15.388	9.511	10.928	7.613	9.364	7.389
<i>FINANCIAL SERVICES</i>	36.753	26.639	37.718	61.543	64.897	87.738	73.202	88.853	69.316	106.357	96.533
<i>OIL & GAS</i>	22.334	21.339	23.422	21.057	17.081	16.388	17.654	15.701	15.915	16.801	11.547
<i>HEALTH CARE</i>	44.727	31.800	42.686	54.293	57.834	97.415	109.845	149.395	136.911	205.119	270.072
<i>UTILITIES</i>	20.157	17.076	17.044	18.944	20.571	23.255	23.646	28.415	27.925	37.693	41.866
<i>TECHNOLOGY</i>	27.860	17.021	19.365	22.998	24.780	28.486	41.387	65.404	46.842	89.483	115.885

Fonte dei dati: LSEG – Market Analysis

Nell'attuale fase di indagine, il complesso delle istituzioni creditizie, che sono state prese in considerazione, è stato circoscritto al perimetro dei *players* bancari inclusi nel *FTSE MIB* in data 30 dicembre 2020. Il presente indice, costituendo un indicatore sintetico espressivo dell'andamento azionario delle 40 società italiane a capitalizzazione più elevata, dispone di un considerevole potere esplicativo. In tal modo, l'analisi delle tendenze che lo interessano permette di tratteggiare il generale stato di salute del mercato nazionale e i *trend* che si manifestano. Facendo riferimento all'istante temporale precedentemente indicato, la *market capitalization* complessiva delle società inglobate in tale paniere rappresentava una percentuale preponderante del volume aggregato dei soggetti economici i cui titoli sono negoziati in Borsa, attestandosi sul valore dell'81,46%.

Come è stato altresì accennato in precedenza, la performance carente del *supersector* bancario, oltre a gravare sullo stesso andamento del principale indice italiano e a contribuire alle sue non sporadiche incursioni in territorio negativo, ha determinato la progressiva riduzione dell'influenza esercitata sul *FTSE MIB*. Sebbene il settore in esame seguiti a costituire il 16,01% del presente paniere, percentuale

non di certo esigua, la recente ascesa del settore delle *utilities* ha contribuito a ridimensionarne la rilevanza. La seguente tabella (TAVOLA 3.2) mostra gli intermediari bancari inclusi nel *FTSE MIB*, associando agli stessi la parallela indicazione della capitalizzazione e della percentuale rappresentata sul totale dei titoli aggregati all'indice.

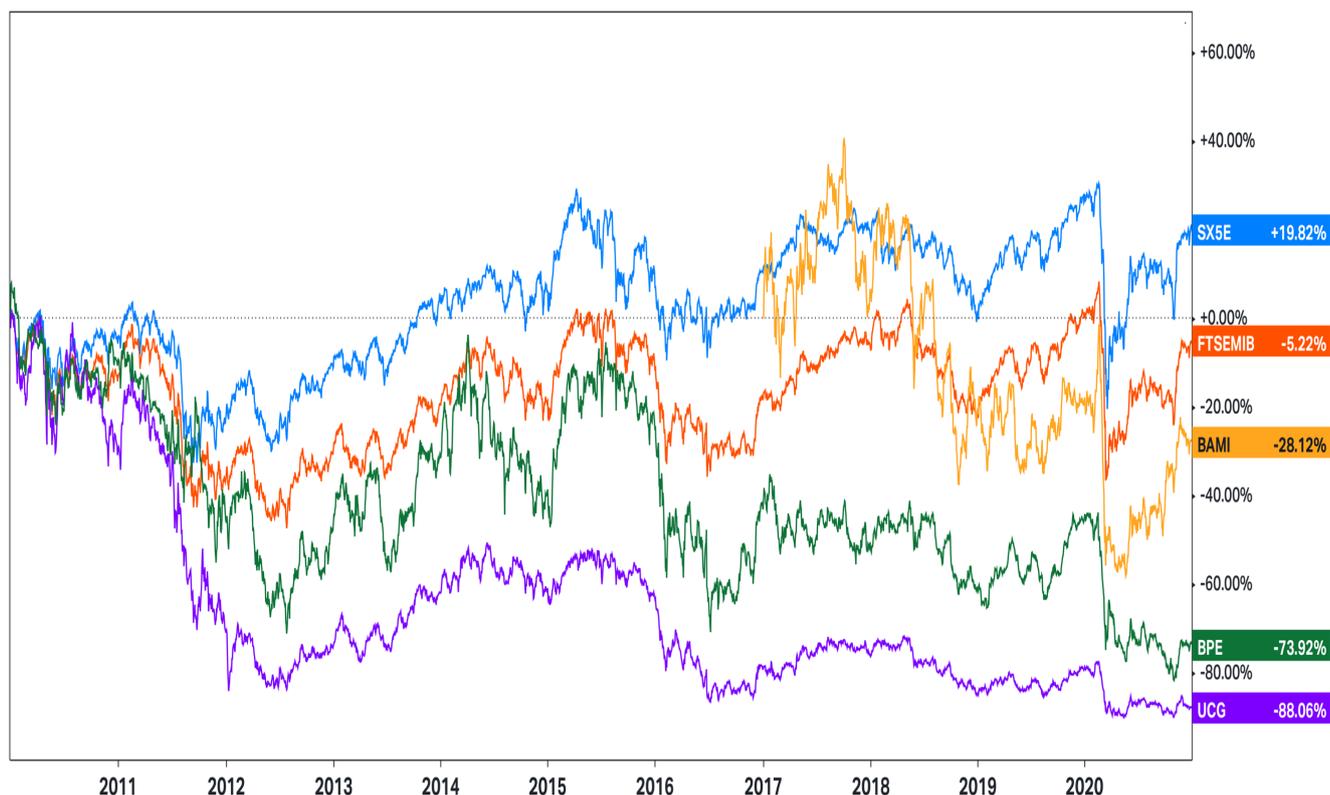
TAVOLA 3.2

	MARKET CAP (Milioni di Euro)	% FTSE MIB
<i>INTESA SANPAOLO</i>	37.269,1	7,21%
<i>UNICREDIT</i>	17.191,0	3,33%
<i>FINECOBANK</i>	8.204,2	1,59%
<i>MEDIOBANCA</i>	6.726,0	1,30%
<i>BANCA MEDIOLANUM</i>	5.269,0	1,02%
<i>BANCA GENERALI</i>	3.191,3	0,62%
<i>BANCO BPM</i>	2.746,3	0,53%
<i>BPER BANCA</i>	2.108,6	0,41%

Fonte dei dati: LSEG – Market Analysis. I presenti valori si riferiscono al 30/12/2020

Attraverso l'osservazione dei grafici che seguono (FIGURA 3.1, FIGURA 3.2 e FIGURA 3.3) è possibile attuare un confronto tra la performance associata al *FTSE MIB*, indice che nelle rappresentazioni proposte viene assunto come termine di riferimento dei valori, e l'andamento delle quotazioni dei singoli intermediari bancari inclusi nello stesso.

FIGURA 3.1



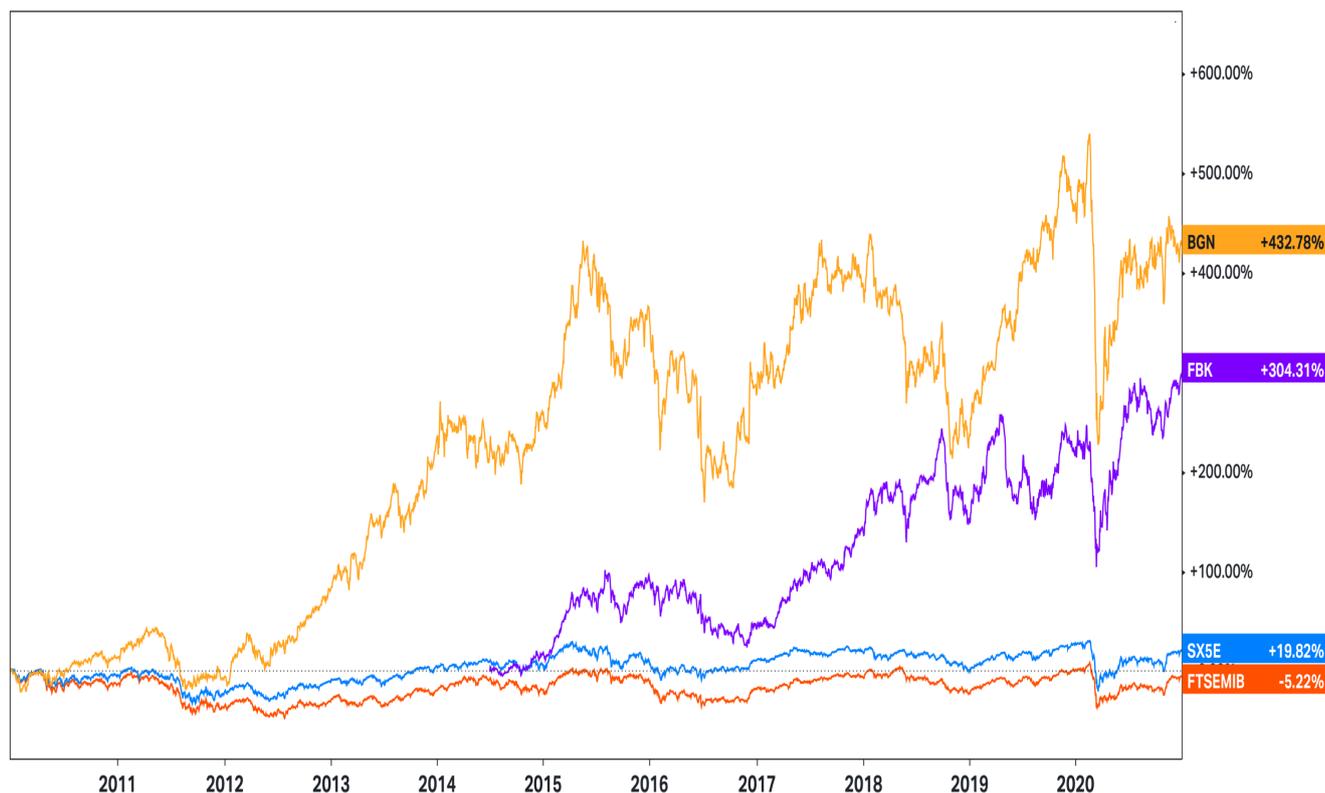
Fonte dei dati: Koyfin Platform

FIGURA 3.2



Fonte dei dati: Koyfin Platform

FIGURA 3.3



Fonte dei dati: Koyfin Platform

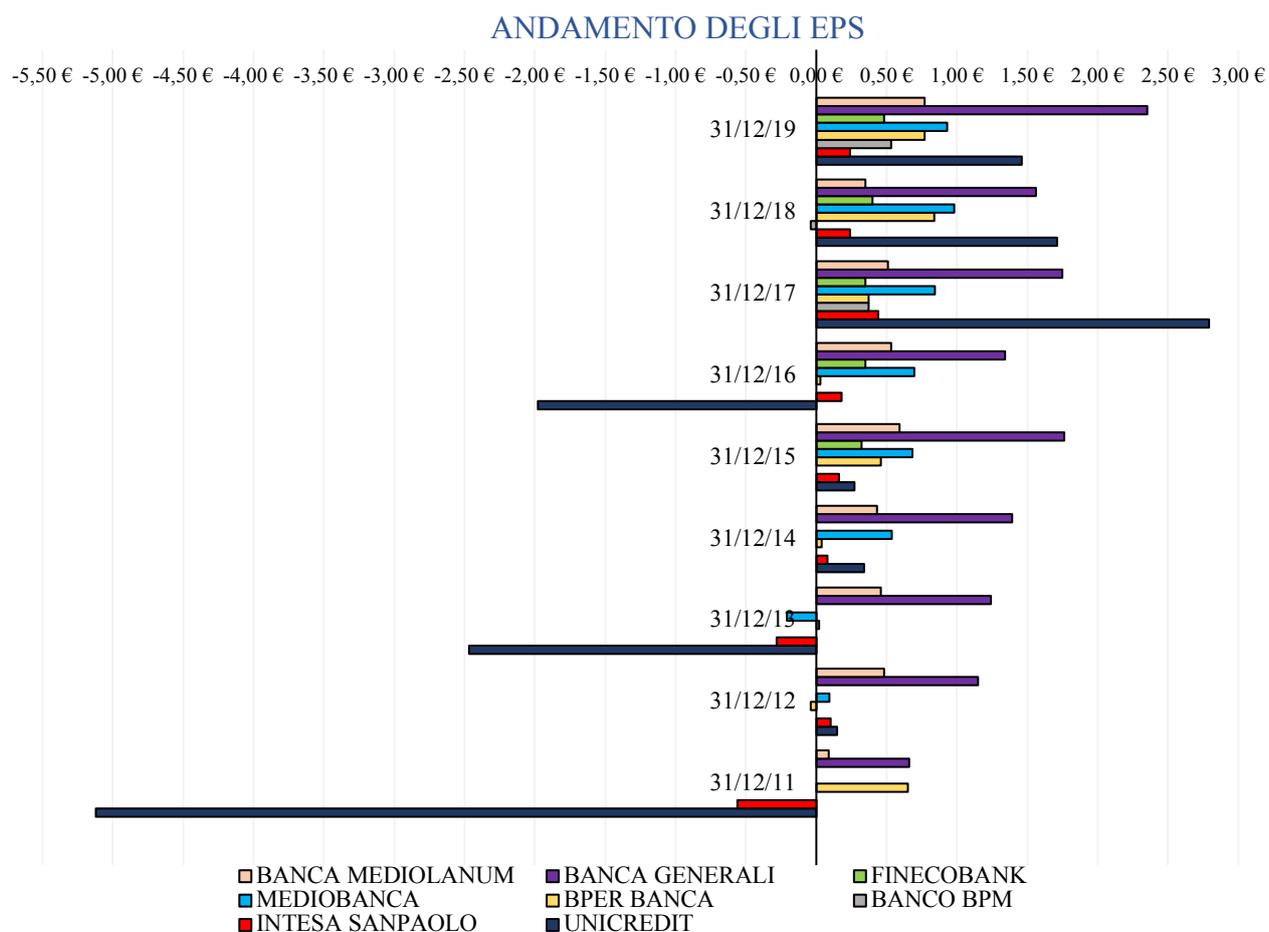
Il mercato azionario italiano nel suo complesso è stato costretto a confrontarsi, nell'arco temporale che si estende dal 1° gennaio 2010 al 30 dicembre 2020, con un *deficit* prestazionale lampante, testimoniato dall'evidenza che il *FTSE MIB* abbia perfino perso terreno rispetto al valore di 23.248 punti base, soglia che rappresenta l'istante iniziale di valutazione, laddove l'indice continentale *Euro Stoxx 50* è stato diversamente in grado di consolidare la propria posizione.

Benché la performance del paniere italiano sia stata in assoluto deludente, ben tre istituzioni creditizie, Banco BPM (BAMI), BPER Banca (BPE) e UniCredit (UCG), hanno mostrato un andamento inferiore al limite delineato da quest'ultimo (FIGURA 3.1). Nello specifico, si presenta come sorgente di enormi perplessità il *trend* negativo che ha investito l'ultimo intermediario citato, il cui corso azionario è stato interessato dalla costante riduzione del prezzo al quale si concludono le negoziazioni sul mercato secondario. L'elevata capitalizzazione di tale *player* suggerisce che il persistente declino della quotazione subito da UniCredit abbia avuto un impatto non trascurabile sulla conformazione del profilo del *FTSE MIB*.

All'estremo opposto si collocano Finacobank (FBK) e Banca Generali (BGN), il cui pronunciato *trend* ascendente ha permesso la generazione, nell'intervallo temporale di riferimento, di ritorni estremamente appetibili (FIGURA 3.3). Hanno conseguito una performance eccedente rispetto all'indice borsistico italiano, seppur maggiormente contenuta, anche Banca Mediolanum (BMED), Mediobanca (MB) e Intesa Sanpaolo (ISP), i cui *stock returns* risultano complessivamente in linea con l'andamento dell'*Euro Stoxx 50* (FIGURA 3.2).

L'analisi della tendenza che ha interessato gli *earnings per share* (EPS) corrobora le assunzioni derivanti dall'osservazione delle quotazioni azionarie, in quanto il *trend* claudicante di tale indicatore risulta sintomatico della difficoltà della banca nel pervenire a un risultato di gestione positivo. Pertanto, non appare sorprendente che, laddove UniCredit precipiti in varie occasioni in territorio negativo, presentando, al contempo, la più elevata varianza relativa ai valori assunti dagli *earnings per share* tra gli intermediari appartenenti al *cluster* in esame, Banca Generali possa diversamente vantare un *trend* di crescita, che si conforma a quello emerso analizzando i ritorni associati al titolo in questione. Il grafico sottostante (FIGURA 3.4) offre una rappresentazione visiva su base annuale delle variazioni che hanno interessato il livello degli EPS.

FIGURA 3.4



Elaborazione personale sulla base dei dati estratti dai bilanci dei singoli intermediari

3.2 Analisi della correlazione emergente tra qualità del credito e andamento azionario

Il riferimento generale alle dinamiche che hanno interessato le quotazioni a livello aggregato degli intermediari bancari nazionali, proposto nel precedente paragrafo, permette un approccio maggiormente consapevole al *focus* analitico della presente ricerca. L'intento di sottoporre a un riscontro fattuale l'esistenza di una relazione tra la qualità dell'attivo patrimoniale delle istituzioni creditizie e la performance conseguita presuppone l'identificazione di un *cluster* di soggetti che sia ampio ed eterogeneo, nell'ottica di ridurre, per quanto possibile, l'incidenza dei molteplici elementi idiosincratici, che concorrono a determinare l'andamento azionario. L'ampliamento del perimetro operativo, attraverso l'inclusione delle banche i cui titoli sono inseriti nel *FTSE Mid Cap Italia*, soggiace alla logica di tentare di marginalizzare gli aspetti che appaiono estranei all'ambito di indagine delineato, come l'entità della *market capitalization* di uno specifico intermediario o il grado di liquidità dei suoi titoli, sul quale il volume di negoziazione giornaliero ha un'influenza notevole.

Un ulteriore aspetto degno di considerazione risulta inerente alle dinamiche temporali che caratterizzano l'assimilazione da parte del mercato azionario del patrimonio conoscitivo riguardante le poste di bilancio di una banca. Benché il contenuto informativo veicolato dai documenti contabili di una società sia necessariamente relativo all'esercizio appena concluso, l'approvazione del bilancio da parte dell'assemblea degli azionisti e la sua conseguente diffusione, lungi dall'avvenire in prossimità del 31 dicembre di ogni anno, si collocano su dei piani temporali successivi. Pertanto, il flusso informativo latente acquisisce un'intrinseca rilevanza economica e inizia a perturbare la quotazione di un determinato titolo solamente in seguito al momento in cui i valori di bilancio divengono di pubblico dominio. Di conseguenza, ho ritenuto opportuno introdurre un differimento temporale relativo alla serie dei rendimenti conseguiti, mettendo in relazione, in tal modo, le variabili di bilancio, esemplificative della qualità dell'attivo patrimoniale delle istituzioni creditizie rilevate al tempo T, con i rendimenti annuali realizzati all'epoca T+1. Dunque, la performance borsistica che ho assunto come elemento di valutazione fa riferimento all'anno solare seguente. Tale espediente permette di non prescindere, in modo aprioristico, dalla constatazione che le variabili di bilancio possono esercitare un'influenza tangibile sull'andamento del corso azionario solamente in virtù della loro propensione a integrare il flusso informativo disponibile per gli investitori.

La seguente tabella (TAVOLA 3.3) espone in modo sintetico i valori che rappresentano la correlazione emergente tra alcuni indicatori espressivi della qualità delle esposizioni creditizie e delle politiche di *loan loss provisions* adottate, riferiti all'arco temporale che intercorre tra il 2011 e il 2019, e la performance conseguita. In conformità a quanto precedentemente delineato, i rendimenti annuali dei titoli bancari concernono la parentesi che si estende dal 2 gennaio 2012 al 30 dicembre 2020.

TAVOLA 3.3

	CORRELAZIONE TRA STOCK RETURNS E			
	RAPPORTO TRA CREDITI IN SOFFERENZA E CREDITI LORDI	RAPPORTO TRA CREDITI DETERIORATI E PATRIMONIO NETTO	RAPPORTO TRA FONDI PER PERDITE SU CREDITI E CREDITI IN SOFFERENZA	RAPPORTO TRA FONDI PER PERDITE SU CREDITI E MARGINE DI INTERESSE
CLUSTER COMPLESSIVO	-0,41028	-0,43314	0,15006	-0,31235
<i>INTERMEDIARI INSERITI NEL FTSE MIB</i>	-0,34293	-0,34211	0,20374	-0,12103
<i>INTERMEDIARI INSERITI NEL FTSE MID CAP ITALIA</i>	-0,41248	-0,45504	-0,15317	-0,38452

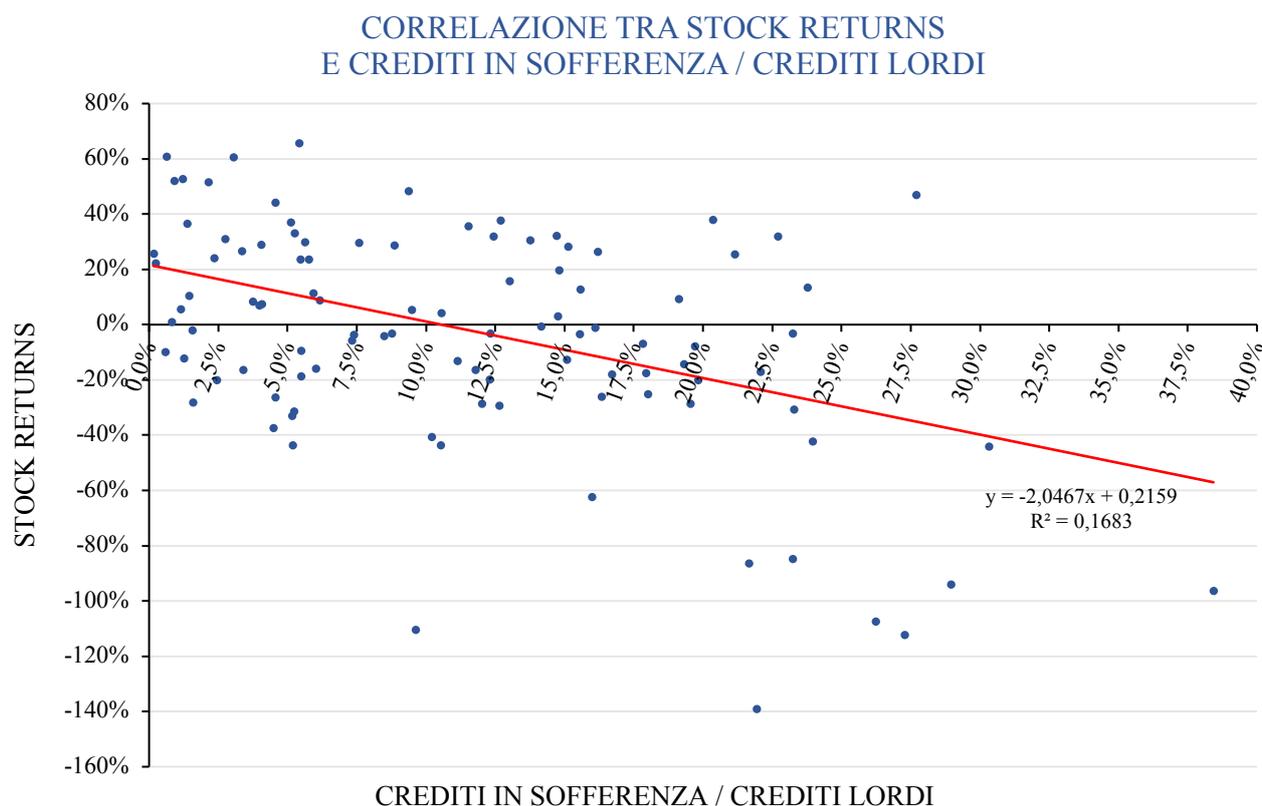
Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

L'osservazione dei valori emergenti suggerisce che la presenza di esposizioni deteriorate all'interno dei bilanci degli intermediari bancari non sia priva di influenza sulla performance degli stessi. La correlazione non trascurabile che si delinea tra i valori estratti dai bilanci delle istituzioni creditizie e quelli che fanno riferimento al mercato azionario lascia ipotizzare che le quotazioni dei titoli in esame possano effettivamente subire l'influsso di un elevato volume di *non-performing loans*. Alludendo, *in primis*, al rapporto tra crediti in sofferenza e crediti lordi e a quello tra crediti deteriorati e patrimonio netto, la correlazione con i ritorni annuali risulta negativa e ragguardevole, concorrendo alla definizione di uno scenario in cui le derive avverse dell'attività di *lending* tendono a comprimere l'andamento delle quotazioni dei *players* bancari. Tale constatazione risulta emblematica della propensione del mercato a conformare il prezzo al quale avvengono le negoziazioni di un determinato titolo al carico informativo disponibile sulla qualità del relativo attivo patrimoniale. I valori in questione appaiono, nel complesso, omogenei e non eccessivamente difformi. Pertanto, la correlazione delineata potrà considerarsi emergente sia nel caso in cui si consideri il *cluster* totale degli intermediari, sia qualora si voglia circoscrivere l'ambito di indagine a uno dei duplici sottoinsiemi identificati.

Tale considerazione non può venir estesa né al rapporto tra fondi per perdite su crediti e crediti in sofferenza, né a quello tra fondi per perdite su crediti e margine di interesse. Benché la correlazione positiva che si impone a livello aggregato con la prima variabile menzionata sia indicativa dell'effetto benefico esercitato da un elevato complesso di *loan loss provisions* sulla performance azionaria, l'analisi disgiunta dei singoli sottoinsiemi fa affiorare dei valori divergenti. Parallelamente, anche la varianza delle rilevazioni relative al secondo indicatore analizzato si dimostra più pronunciata.

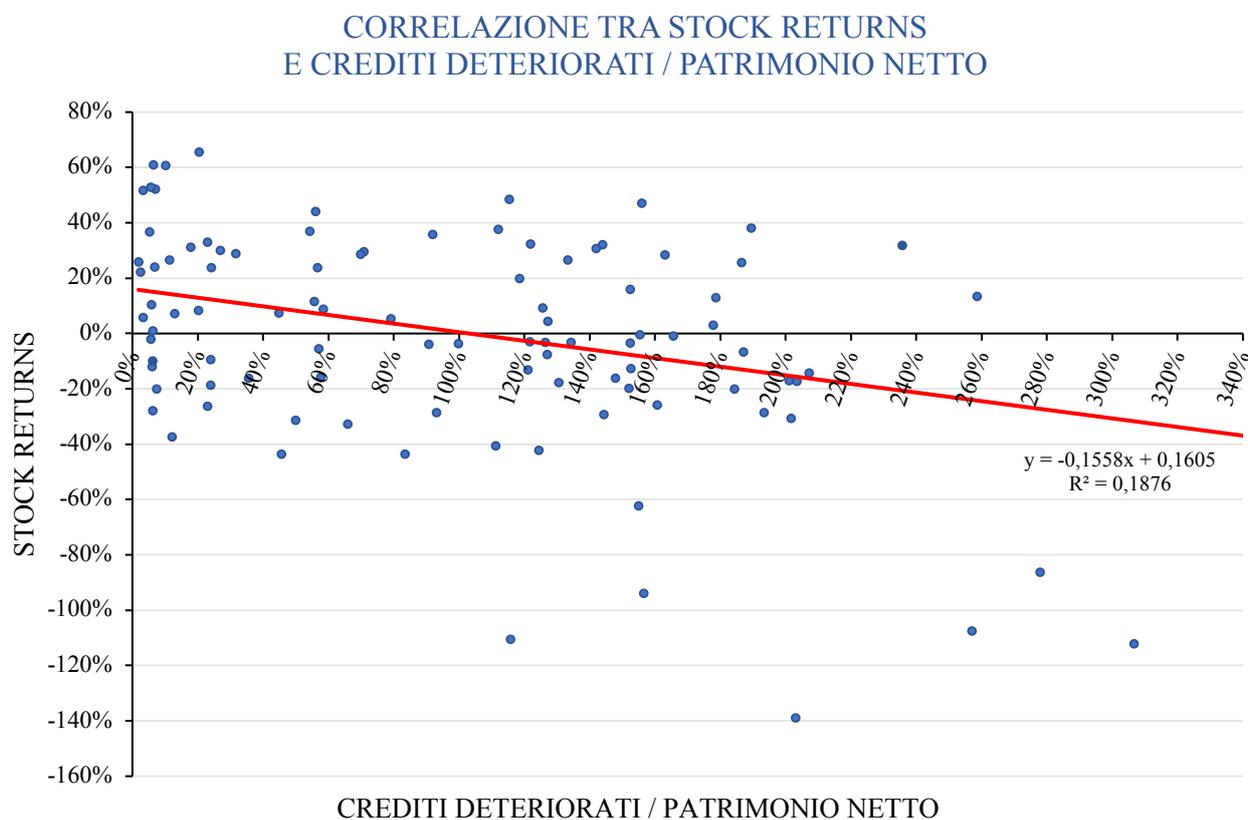
Un'ipotesi interpretativa di tale fenomeno potrebbe consistere nel ricondurne la genesi alla velata discrezionalità che, in particolar modo per quanto riguarda il segmento meno recente dell'intervallo temporale considerato, può aver interessato le politiche di *loan loss provisioning*. Nelle pagine che seguono viene proposta la rappresentazione grafica di quanto fin qui esposto.

FIGURA 3.5



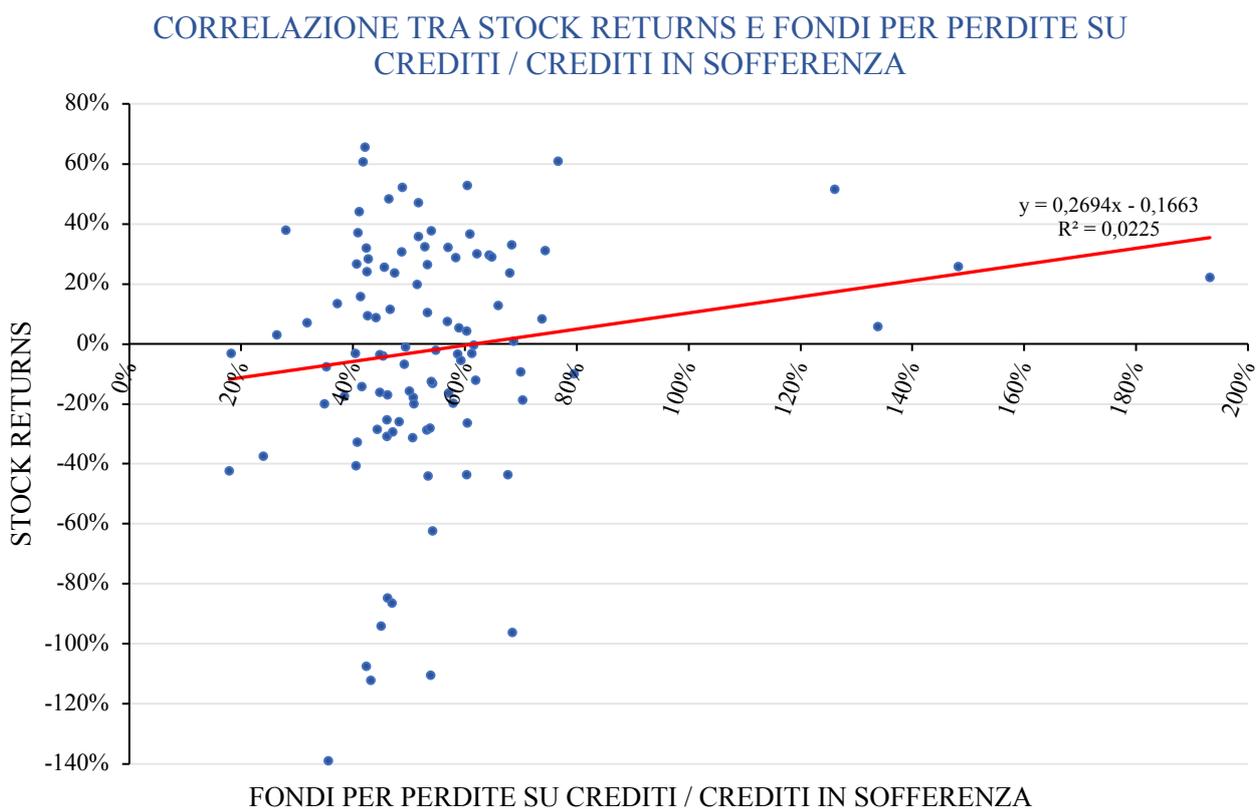
Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

FIGURA 3.6



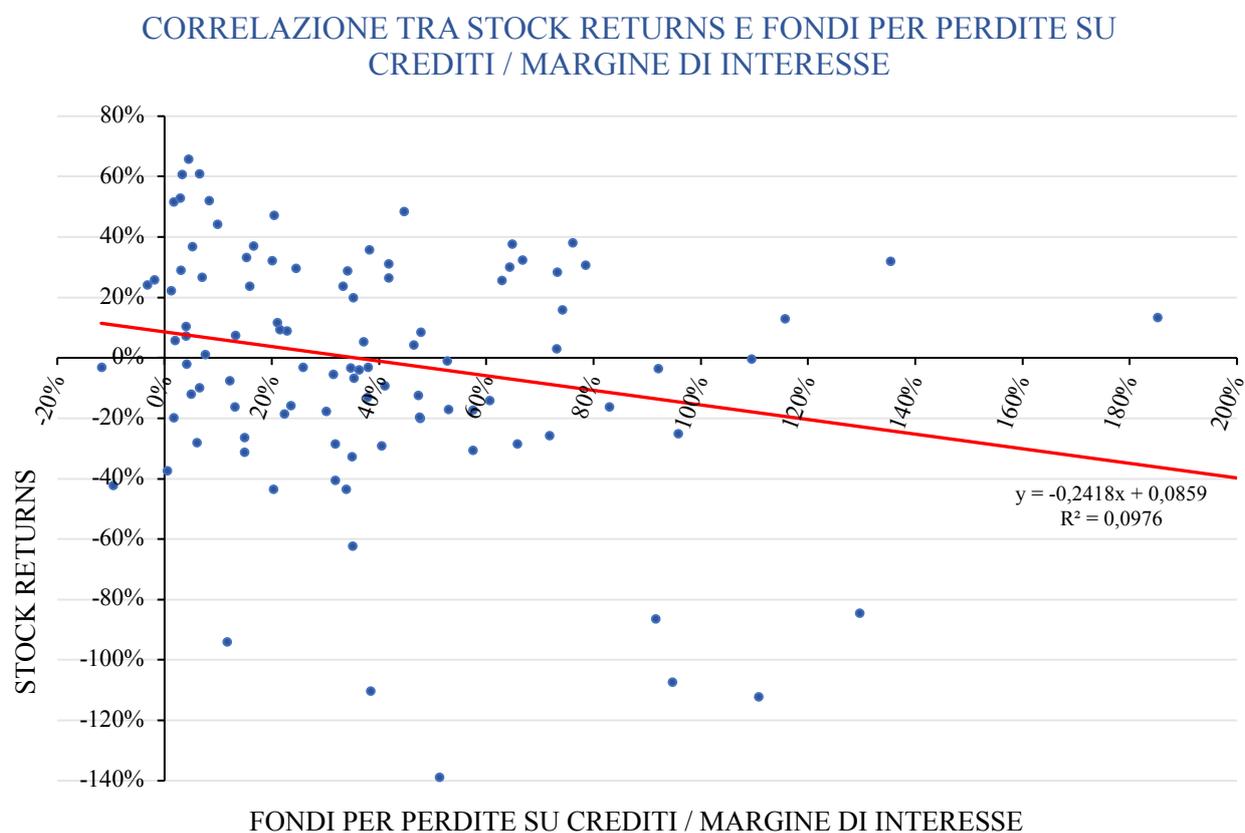
Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

FIGURA 3.7



Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

FIGURA 3.8

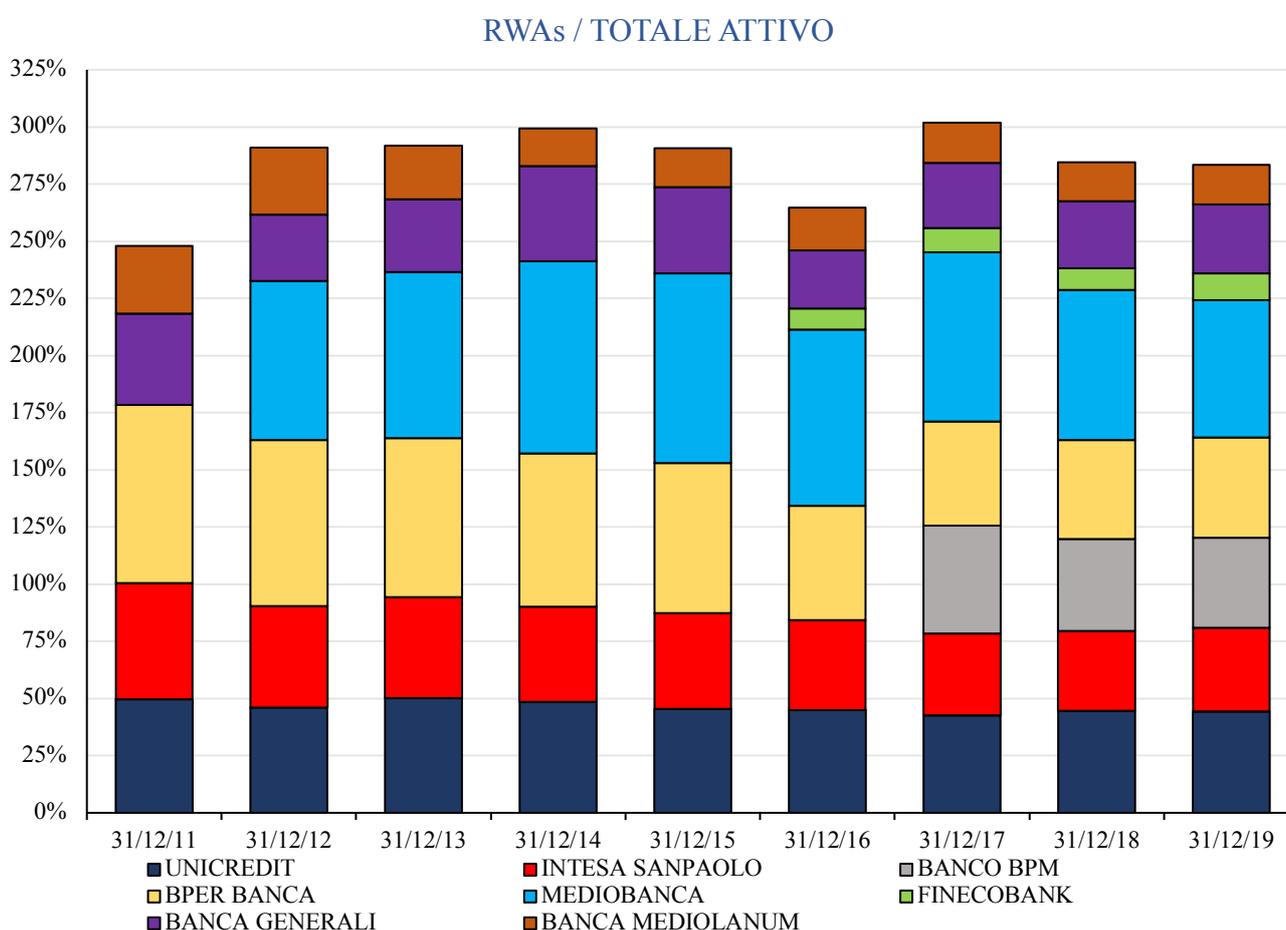


Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

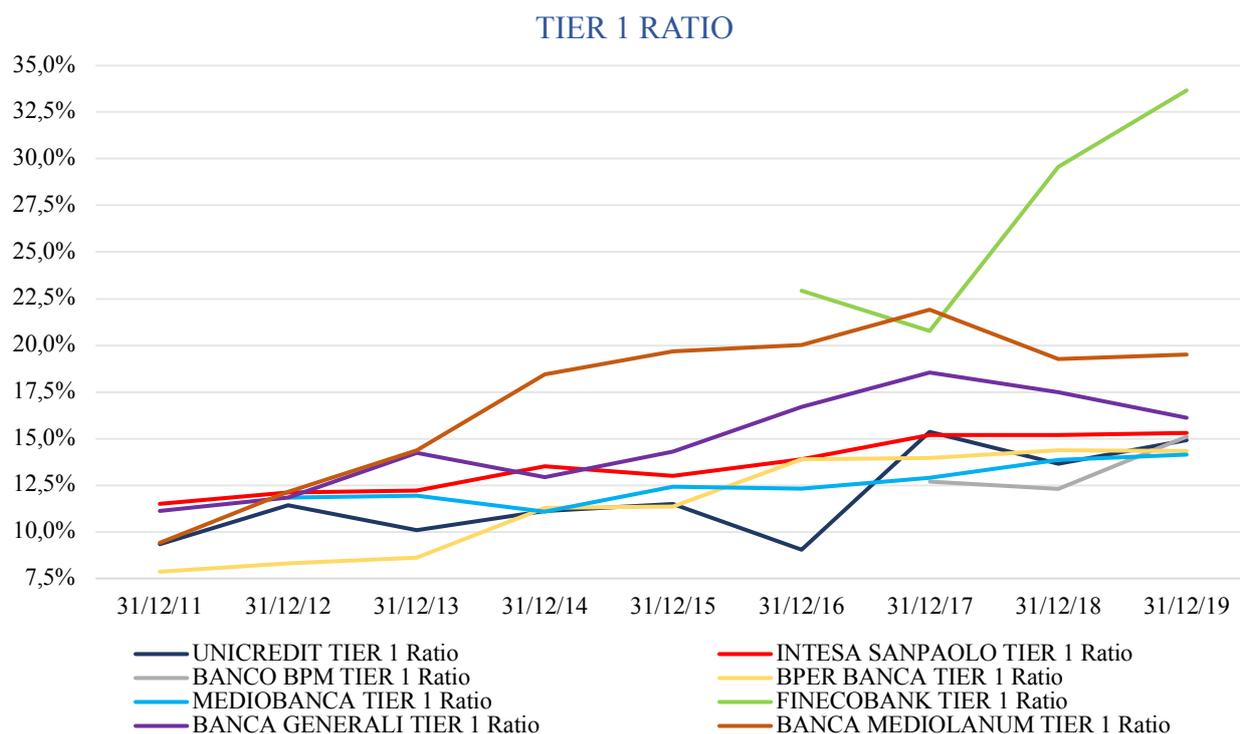
Giunti a un simile stadio della presente ricerca giova volgersi all'analisi del rapporto tra i RWAs detenuti da un'istituzione creditizia e il totale dell'attivo patrimoniale, in quanto i valori emergenti possono fornire delle indicazioni sul profilo di rischio al quale un determinato soggetto risulta esposto. Con riferimento al *cluster* degli intermediari inseriti nel *FTSE MIB*, i valori assunti dall'indice *RWA density*, di cui il grafico seguente (FIGURA 3.9) offre una rappresentazione visiva, mostrano una pronunciata variabilità. Invero, durante l'arco temporale considerato, l'indicatore in questione sembra essere interessato dalla tendenza generalizzata a ridursi progressivamente, sebbene la stessa si manifesti con intensità differente per ciascuna banca analizzata.

La comparazione tra il livello di attività ponderate per il rischio in percentuale agli *asset* non ponderati e l'andamento azionario dei *players* bancari fa affiorare la supposizione, suffragata da quanto emerge per Banca Generali, Fincobank e Banca Mediolanum, che i *players* che hanno conseguito una performance più brillante presentino, al contempo, un profilo sensibilmente inferiore per quanto riguarda la *RWA density*. Analogamente, il *Tier 1 Capital ratio* dei soggetti menzionati, ovvero il rapporto tra la componente primaria del capitale di un'istituzione e i RWAs, tende ad attestarsi su percentuali che eccedono il valore medio assunto dall'indice. Il *trend* generale di tale indicatore viene tratteggiato dal grafico a pagina seguente (FIGURA 3.10).

FIGURA 3.9



Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dai bilanci dei singoli intermediari e dalla banca dati Orbis



Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dai bilanci dei singoli intermediari

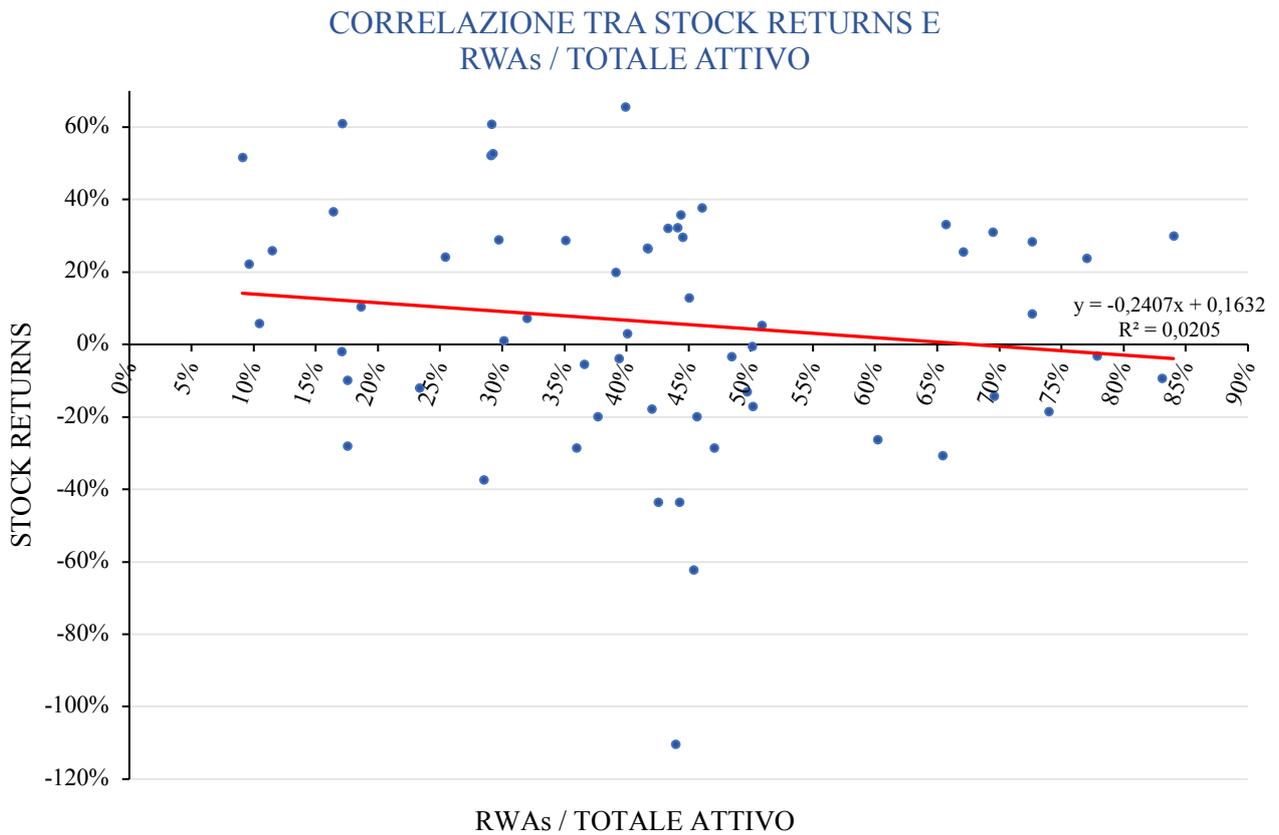
La correlazione negativa emergente tra i ritorni azionari conseguiti dai *players* bancari e il rapporto tra i RWAs detenuti e il totale dell'attivo patrimoniale sembra confermare quanto fin qui asserito. Conseguentemente, è possibile ipotizzare che venga a delinearsi un ulteriore canale attraverso il quale l'eventuale presenza di un complesso considerevole di esposizioni deteriorate potrebbe incidere negativamente sulla performance borsistica delle istituzioni creditizie. Invero, come è emerso dalle valutazioni effettuate nel paragrafo 1.3, la determinazione dei RWAs risulta sensibile alle dinamiche dei *non-performing loans*, in funzione dell'elevato peso attribuito a tale classe di *asset*. Infine, includendo nella seguente tabella (TAVOLA 3.4) l'analisi della rilevanza esercitata dall'andamento del ROE di uno specifico intermediario, elemento ritenuto dalla letteratura scientifica un *driver* significativo della performance bancaria, viene a esaurirsi il perimetro di indagine della presente ricerca.

TAVOLA 3.4

	CORRELAZIONE TRA STOCK RETURNS E	
	RWAs / TOTALE ATTIVO	RETURN ON EQUITY
CLUSTER COMPLESSIVO	-0,14334	0,36614
INTERMEDIARI INSERITI NEL FTSE MIB	-0,14334	0,19679
INTERMEDIARI INSERITI NEL FTSE MID CAP ITALIA	-	0,44820

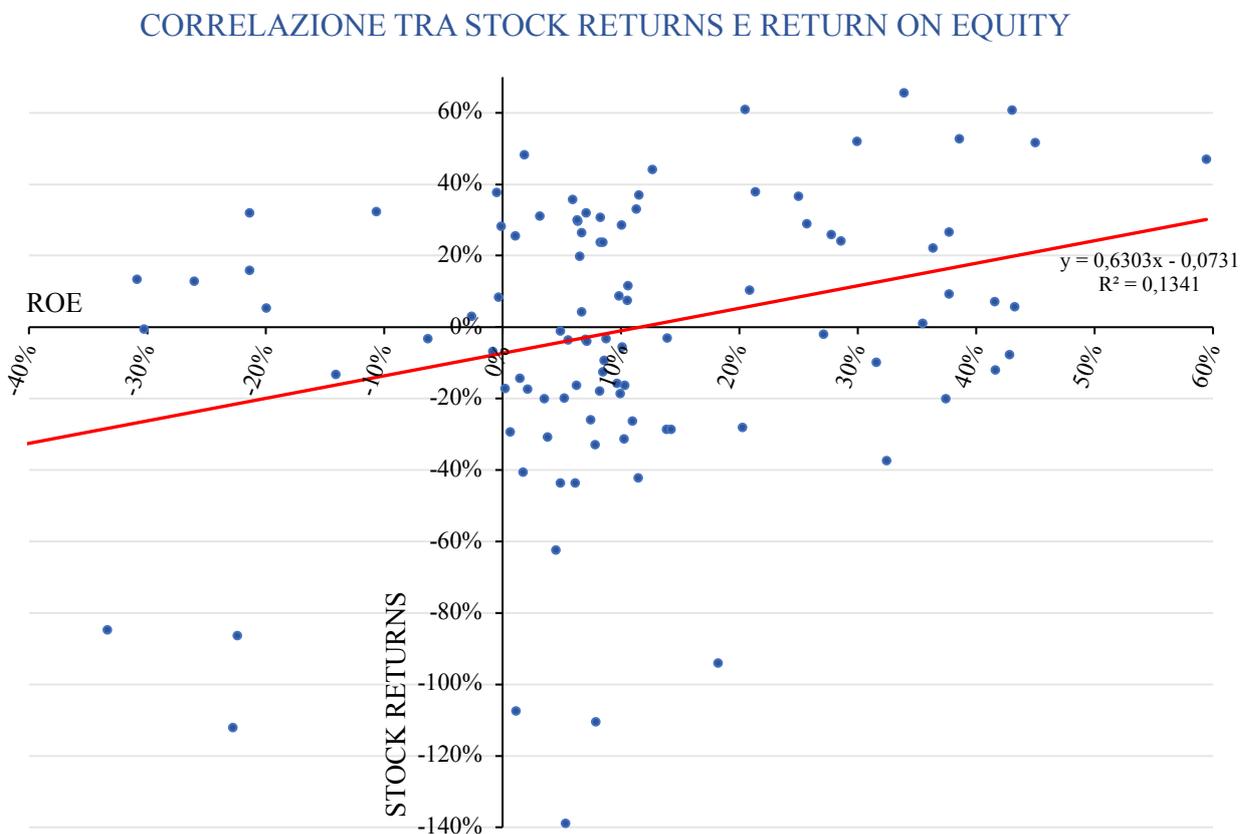
Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

FIGURA 3.11



Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

FIGURA 3.12



Elaborazione personale sulla base dei valori estratti dalla banca dati Orbis e da Yahoo Finance

CONCLUSIONI

Alla luce di quanto emerge dall'analisi della correlazione tra gli indicatori rappresentativi della qualità dei finanziamenti erogati e la performance azionaria degli intermediari italiani, ritengo che il tentativo di sottoporre a una verifica empirica l'ipotesi assunta come cardine del presente elaborato, che postula che un complesso significativo di *non-performing loans* possa gravare sulle quotazioni dei titoli bancari, abbia avuto un esito positivo. I valori negativi assunti dalla correlazione tra *stock returns* annuali e il rapporto tra crediti in sofferenza e crediti lordi da un lato, e quello tra crediti deteriorati e patrimonio netto dall'altro, suggeriscono che a un peggioramento più accentuato del portafoglio prestiti generalmente corrisponde una performance maggiormente deficitaria. L'identificazione di tale nesso dovrebbe essere sintomatica dell'influenza esercitata dall'adeguatezza dell'attività di *lending* sull'andamento dei ritorni azionari delle banche nazionali.

Per converso, la correlazione tra le variabili espressive della quota di risorse che vengono impiegate in *loan loss provisions* e la tendenza che ha interessato i titoli delle istituzioni creditizie che costituiscono il *cluster* di riferimento appare meno delineata. L'interpretazione che ho proposto, in via meramente ipotetica, del fenomeno in questione coinvolge la componente discrezionale che può affliggere le politiche di *loan loss provisioning*. Come è emerso nel paragrafo 1.4, gli intermediari bancari, in particolare nell'arco temporale che precede la transizione dallo standard contabile IAS 39 al principio internazionale IFRS 9, potevano risultare inclini a manipolare l'entità degli accantonamenti effettuati, con l'intento di promuovere la stabilizzazione degli utili di esercizio (Caporale *et al.*, 2018). A causa della frequente intromissione di tale principio nel novero dei motivi ispiratori delle politiche di *loan loss provisioning*, non è da escludere che sia avvenuta una parziale alterazione dei dati in esame, i quali, ipoteticamente, potrebbero riflettere delle tendenze che sono estranee al fine intrinseco della predisposizione dei fondi per perdite su crediti.

BIBLIOGRAFIA

- ABE. (2020). *Statement on the application of the prudential framework regarding Default, Forbearance and IFRS 9 in light of COVID-19 measures*
- Acharya, V., Hasan, I. & Saunders, A. (2002). *Should banks be diversified? Evidence from individual bank loan portfolios*. Bank for International Settlements Working Papers, 118. Basilea, Bank for International Settlements
- Acharya, V. & Naqvi, H. (2012). *The Seeds of a Crisis: A Theory of Bank Liquidity and Risk-Taking Over the Business Cycle*. Journal of Financial Economics, 106. 349–366
- Adams, P. (1991). *Odious debts: loose lending, corruption, and the Third World's environmental legacy*. Earthscan
- Akins, B., Dou, Y. & Ng, J. (2017). *Corruption in bank lending: The role of timely loan loss recognition*. Journal of Accounting and Economics, 63. 454–478
- Albertazzi, U., Notarpietro, A. & Siviero, S. (2016). *An inquiry into the determinants of the profitability of Italian banks*. Occasional Papers, 364. Roma, Banca d'Italia
- Alessi, M., Di Colli, S. & Lopez, J. S. (2014). *Loan loss provisioning and relationship banking in Italy: Practices and empirical evidence*. Journal of Entrepreneurial and Organizational Diversity, 3. 111–129
- Angelini, P. (2018). *Do high levels of NPLs impair banks' credit allocation?* Notes on financial stability and supervision, 12. Roma, Banca d'Italia
- Angelini, P. (2018). *I crediti deteriorati: mercato regole e rafforzamento del sistema*. In: Convegno “NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori”. Roma, Banca d'Italia
- Aristei, D. & Gallo, M. (2019). *Loan loss provisioning by Italian banks: Managerial discretion, relationship banking, functional distance and bank risk*. International Review of Economics and Finance, 60. 238–256
- Barbagallo, C. (2017). *I crediti deteriorati delle banche italiane: problematiche e tendenze recenti*. In: Congresso Nazionale “La fiducia tra banche e Paese: NPL, un terreno da cui far ripartire il dialogo”. Roma
- Barth, J., Lin, C., Lin, P. & Song, F. (2009). *Corruption in bank lending to firms: cross-country micro evidence on the beneficial role of competition and information sharing*. Journal of Financial Economics, 91. 361–388
- BCE. (2017). *Guidance to banks on non-performing loans*

- BCE. (2018). *Addendum alle linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati*
- Behr, A., Kamp, A., Memmel, C. & Pfingsten, A. (2007). *Diversification and the banks' risk-return characteristics: Evidence from loan portfolios of German banks*. Discussion Paper, 5. Deutsche Bundesbank
- Beck, R., Jakubik, P. & PiloIU, A. (2015). *Key Determinants of Non-performing Loans: New Evidence from a Global Sample*. Open Economies Review, 26. 525-550
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A. & Levine, R. (2006). *Bank supervision and corruption in lending*. Journal of Monetary Economics, 53. 2131–2163
- Beltrame, F., Previtali, D. & Scip, A. (2018). *Systematic risk and banks leverage: The role of asset quality*. Finance Research Letters, 27. 113-117
- Berger, A. N. & De Young, R. (1997). *Problem loans and cost efficiency in commercial banks*. Journal of Banking and Finance, 21. 849-870
- Blau, B. M., Brough, T. J. & Griffith, T. G. (2017). *Bank opacity and the efficiency of stock prices*. Journal of Banking and Finance, 76. 32–47
- Bongini, P., Di Battista, M. L. & Nieri, L. (2016). *La gestione dei crediti deteriorati: un percorso a ostacoli tra soluzioni individuali e soluzioni di sistema*. Economia e diritto del terziario. 439-465
- Bongini, P., Cucinelli, D., Di Battista, M. L. & Nieri, L. (2019). *Profitability shocks and recovery in time of crisis evidence from European banks*. Finance Research Letters, 30. 233-239
- Botosan, C., Pumlee, M. & Xie, Y. (2004). *The role of private information precision in determining cost of equity capital*. Review of Accounting Studies, 9. 233-259
- Boudriga, A., Boulila, N. & Jellouli, S. (2009). *Banking supervision and nonperforming loans: a cross-country analysis*. Journal of Financial Economic Policy, 1. 286-318
- Campbell, T. & Kracaw, W. (1980). *Information production, market signaling, and the theory of intermediation*. Journal of Finance, 35. 863–882
- Caporale, G. M., Alessi, M., Di Colli, S. & Lopez, J. S. (2018). *Loan loss provisions and macroeconomic shocks: Some empirical evidence for Italian banks during the crisis*. Finance Research Letters, 25. 239–243
- Capriglione, F. (2008). *Concentrazioni bancarie e logica di mercato*. Banca borsa e titoli di credito, 61. 293-330

- Chiappini, H., La Torre, M., Lia, G. & Vento, G. (2019). *Cessione degli Npl e reazione dei mercati: c'è un vuoto a rendere?* *Bancaria*, 3. 30-46
- Chira, I., Madura, J. & Viale, A. M. (2013). *Bank exposure to market fear*. *Journal of Financial Stability*, 9. 451–459
- Cornett, M., Hovakimian, G., Palia, D. & H. Tehranian. (2003). *The Impact of the Manager–Shareholder Conflict on Acquiring Bank Returns*. *Journal of Banking and Finance*, 23. 103–131
- Dasgupta, S., Gan, J. & Gao, N. (2010). *Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: theory and evidence*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4. 1189–1220
- Dang, T. V., Gorton, G., Holmström, B. & Ordoñez, G. (2017). *Banks as Secret Keepers*. *American Economic Review*, 107. 1005-1029
- Diamond, D. W. & Dybvig, P. H. (1983). *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*. *Journal of Political Economy*, 91. 401–419
- Diamond, D. W. (1984). *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*. *Review of Economic Studies*, 51. 393–414
- Easley, D. & O'Hara, M. (2004). *Information and the cost of capital*. *Journal of Finance*, 59. 1553–1583
- Follieri, L. (2019). *I patti sulla “coercibilità” del credito*. *Studium iuris*, 2. 168
- Garrido, J., Kopp, E. & Weber, A. (2016). *Cleaning-up bank balance sheets: economic, legal, and supervisory measures for Italy*. International Monetary Fund Working Paper 16/135. Washington, International Monetary Fund
- Gatev, E. & Strahan, P. E. (2006). *Banks' advantage in hedging liquidity risk: Theory and evidence from the commercial paper market*. *Journal of Finance*, 61. 867-892
- Hellmann, T. F., Murdoch, K. C. & Stiglitz, J. E. (2000). *Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: are capital requirements enough?* *American Economic Review*, 90. 147-165
- Hirshleifer, J. (1971). *The private and social value of information and the reward to inventive activity*. *American Economic Review*, 61. 561–574
- Hughes, J. S., Liu, J. & Liu, J. (2007). *Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital*. *The Accounting Review*, 82. 705-729

Jones, J. S., Lee, W. Y. & Yeager, T. J. (2013). *Valuation and systemic risk consequences of bank opacity*. Journal of Banking and Finance, 37. 693–706

Jungherr, J. (2018). *Bank opacity and financial crises*. Journal of Banking and Finance, 97. 157–176

Lasfer, M. A., Sudarsanam P. S. & Taffler, R. J. (1996). *Financial distress, asset sales, and lender monitoring*. Financial Management, 25. 57-66

Lemma, V. (2019). *I fondi NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?* Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia

Manz, F., Kiesel, F. & Schiereck, D. (2019). *Do NPL portfolio sales help reduce banks' financing costs?* Economics Letters, 182. 93–97

Manz, F., Müller, B. & Schiereck, D. (2020). *The Pricing of European Non-Performing Real Estate Loan Portfolios: Evidence on Stock Market Evaluation of Complex Asset Sales*. Journal of Business Economics, 90

Mohaddes, K., Raissi, M. & Weber, A. (2017). *Can Italy grow out of its NPL overhang? A panel threshold analysis*. Economics Letters, 159. 185-189

Montanaro, E. & Tonveronachi, M. (2017). *Vulnerabilità del sistema bancario italiano. Diagnosi e rimedi*. Moneta e Credito, 70. 299-368

Notarpietro, A. & Rodano, L. (2016). *The Evolution of Bad Debt in Italy During the Global Financial Crisis and the Sovereign Debt Crisis: A Counterfactual Analysis*. Occasional Papers, 350. Roma, Banca d'Italia

Pop, I. D., Cepoi, C. O. & Anghel, D. G. (2018). *Liquidity-threshold effect in non-performing loans*. Finance Research Letters, 27. 124-128

Roll, R. (1998). R^2 . The Journal of Finance, 43. 541–566

Schivardi, F., Sette, E. & Tabellini, G. (2017). *Credit Misallocation During the European Financial Crisis*. Working paper, 1139. Roma, Banca d'Italia

Shim, J. (2019). *Loan portfolio diversification, market structure and bank stability*. Journal of Banking and Finance, 104. 103–115

Simoens, M. & Vander Vennet, R. (2020). *Bank performance in Europe and the US: A divergence in market-to-book ratios*. Finance Research Letters