

Cattedra

RELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

Indice

Introduzione.....	3
Capitolo 1	
La cartolarizzazione.....	5
Definizione e funzionamento della cartolarizzazione.....	6
Costituzione di un SPV.....	7
Definizione di SPV.....	9
Normative Italiane ed Europee sulla cartolarizzazione.....	12
Capitolo 2	
Cosa sono le gacs?.....	15
Funzionamento.....	15
Pagamenti.....	18
Escussione della garanzia.....	19
Inefficacia della garanzia.....	21
Prime operazioni e maggiori usufruttori.....	22
Servicers.....	25
Pricing delle GACS.....	28
Capitolo 3	
Introduzione all'analisi.....	31
Evoluzione degli NPLs nei bilanci degli intermediari.....	32
Le operazioni di cartolarizzazione e aumento di capitale.....	34
Analisi della performance.....	38
Conclusioni.....	47
Bibliografia.....	50
Sitografia.....	53

Codice R.....56

INTRODUZIONE

La Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS), è stata pensata per aiutare le banche italiane a gestire i crediti deteriorati, offrendo una via per smobilizzare grandi quantità di sofferenze con il supporto di una garanzia statale per rendere i titoli più appetibili.

L'intento del legislatore risulta essere duplice: migliorare la qualità degli attivi nei bilanci bancari, e, ridurre l'onere rappresentato dai crediti deteriorati che, a seguito della crisi finanziaria, erano divenuti particolarmente gravosi.

La domanda alla base di questo elaborato è la seguente:

Le GACS sono state uno strumento effettivo per risolvere il problema degli NPL?

Per rispondere a queste domande verrà inizialmente introdotta la cartolarizzazione, operazione finanziaria che pone le fondamenta per la nascita delle GACS, e descriveremo i soggetti coinvolti in una simile operazione, soprattutto approfondendo la figura dell'SPV; in ultimo nel primo capitolo metteremo in luce quali, sul piano normativo, siano gli articoli più importanti che regolamentano la cartolarizzazione in Italia e in Europa.

Nel secondo capitolo affronteremo invece più tecnicamente la nascita e il funzionamento delle GACS, la modalità di pricing della garanzia, approfondendo alcune fra le operazioni più importanti e soprattutto la serie di eventi che, se concatenati, portano all'escussione della garanzia.

Il terzo capitolo si concentra invece sull'analisi delle performance delle cartolarizzazioni garantite da GACS, mettendo a confronto i risultati delle operazioni *pre* e *post* 2019. Si valuterà in particolare l'impatto delle GACS sulla qualità dei bilanci bancari e sulla capacità delle banche italiane di smobilizzare i propri crediti deteriorati. In questo capitolo

faremo anche una panoramica dell'evoluzione del mercato italiano delle sofferenze, mettendo in evidenza come la cartolarizzazione sia stata uno strumento utile al fine di risanare i bilanci delle banche.

L'analisi condotta non si limiterà alla mera descrizione dei meccanismi tecnici ma avrà come obiettivo quello di offrire una valutazione critica dell'efficacia di questi strumenti e le conseguenze sul sistema bancario nazionale.

Capitolo 1:

LA CARTOLARIZZAZIONE

La cartolarizzazione è un processo finanziario che dalla sua nascita, anni '70 negli Stati Uniti, ha acquisito rilevanza nel panorama economico mondiale. Il suo scopo è quello di trasformare attività illiquide (es. crediti) in strumenti negoziabili (es. obbligazioni); le prime attività ad essere soggette a cartolarizzazione furono i mutui, il che consentiva alle banche erogatrici di liberare il capitale vendendo a terzi e utilizzarlo per erogare nuovi prestiti¹.

La rapida diffusione a livello globale di questo strumento, gli ha permesso di assumere un ruolo chiave nell'allocazione del capitale e nella gestione del rischio di credito.

In Italia il processo di cartolarizzazione, che presenta delle caratteristiche peculiari in quanto risulta essere influenzato sia dal contesto finanziario nazionale che dalle normative europee², fu introdotto verso la fine del millennio. Il primo ingresso normativo lo troviamo nella "Legge n. 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti"³ che delineando il quadro giuridico ha permesso lo sviluppo a livello nazionale di questo strumento, dando accesso alle istituzioni finanziarie di ridurre rischi e di accedere a forme alternative di finanziamento.

¹ "Securitization: Structuring and Investment Analysis" di Andrew Davidson, Anthony Sanders, Lan-Ling Wolff, e Anne Ching.

² "Structured Finance Techniques, Products and Market" di Stefano Caselli e Stefano Gatti.

³ "LEGGE 30 aprile 1999, n. 130" Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti.

In questo capitolo analizzerò in dettaglio il fenomeno della cartolarizzazione, partendo dal suo funzionamento a livello globale, per poi approfondire le dinamiche del mercato italiano.

DEFINIZIONE E FUNZIONAMENTO DELLA CARTOLARIZZAZIONE

‘La cartolarizzazione è il processo di trasformazione dei prestiti non fungibili, o dei flussi di cassa che ne derivano, in titoli negoziabili.’⁴

Questo processo è strutturato in diverse fasi:

- Identificazione degli attivi
- Costituzione di un SPV (*Special Purpose Vehicle*)
- Emissione dei titoli
- Vendita agli investitori dei titoli
- Raccolta dei flussi di cassa

IDENTIFICAZIONE DEGLI ATTIVI

Il primo soggetto che si incontra in un’operazione di cartolarizzazione è il cosiddetto *Originator*, che all’interno dei suoi bilanci sceglie quali attivi cartolarizzare.

⁴ Relazione della commissione al parlamento Europeo e al consiglio, Bruxelles, 10.10.2022

Fra gli attivi che possono essere oggetto di cartolarizzazione, i crediti sono i più comuni, e in Italia per lungo tempo sono stati anche gli unici. La normativa si è inizialmente occupata della regolamentazione esclusivamente della cartolarizzazione dei crediti ipotecari, che sono serviti da "esperimento" per il settore. Successivamente, la tecnica è stata estesa anche ad altre tipologie di crediti, ad oggi infatti non esistono particolari restrizioni legislative né riguardo alla natura né in relazione alla loro solvibilità. Questo permette quindi la cartolarizzazione sia di crediti *in bonis* (crediti performanti) che di crediti deteriorati (non performing loans), senza escludere nemmeno i crediti futuri.

I confini della cartolarizzazione si sono poi allargati fino alla creazione di operazioni c.d. collateralizzate si tratta di operazioni nelle quali le A.B.S. (*asset backed securities*) hanno come sottostante titoli di debito ed altri strumenti finanziari (come C.D.O. o C.B.O.). Anche i diritti, come i proventi da beni mobili e/o immobili registrati possono formare oggetto di cartolarizzazione.⁵⁶

COSTITUZIONE DI UN SPV

Il secondo soggetto che si incontra in un'operazione di cartolarizzazione è l'ente-veicolo o *special purpose vehicle*.

La categoria di questi enti è ampiamente nota, infatti a livello internazionale esistono diversi ordinamenti che, oltre a SPV li annoverano sotto altre sigle, es. S.P.E. (*special purpose entities*), S.V.E. (*special variable enterprises*), e svolgono un'ampia gamma di

⁵ Artt. 7, comma b-bis) e 7.2, l. 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione di beni immobili e beni mobili registrati.

⁶ L. 23 novembre 2001, n. 410 e l. 27 dicembre 2002, n.289), aventi ad oggetto la cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla vendita degli immobili.

funzioni: dalla gestione del rischio alle ristrutturazioni aziendali, dalla pianificazione fiscale alla finanza strutturata.⁷

Nonostante l'ampiezza del fenomeno, si possono individuare due elementi che accomunano tutti gli SPV: la costituzione con uno scopo ben preciso e che lo scopo serva a soddisfare i bisogni di un altro soggetto.

Grazie a questa divisione qualificante si può parlare più nello specifico e con maggiore precisione di questi enti.

Nell'ambito della cartolarizzazione l'SPV, svolge due funzioni chiave, la prima permette la separazione patrimoniale dal pool di attività da cartolarizzare (*Asset Segregation*) e la seconda è quella di emettere titoli coperti dalle attività finanziarie sottostanti (Emissione di *Asset Backed Securities*) rendendo così liquide il pool di attività illiquide.

La creazione di un patrimonio separato è possibile grazie alla "*True Sale Transaction*"⁸ ossia la cessione a titolo definitivo delle attività; questo meccanismo opera sia esternamente che internamente. Esternamente perché la parte di patrimonio ceduta dall'*originator* all'SPV va a comporre il suo attivo patrimoniale rendendola non aggredibile dai creditori del primo, internamente perché la quota in questione del patrimonio dell'SPV resta distinta rispetto al suo patrimonio generale e quindi risulterà impossibile, anche solo in modo parziale, offrirla come garanzia di altre operazioni realizzate dall'ente veicolo.

⁷ Special purpose vehicle institutions: their business natures and accounting implications, 2006, Ainun Na'Im

⁸ The alchemy of securitization. Evolution and perspectives, in Structured finance, S. Caselli-S. Gatti, 2017

La seconda funzione dell'SPV, che però non risulta essere una sua prerogativa, può essere delegata ad un altro soggetto distinto (*Issuer*), è quella relativa all'emissione di ABS; operazione il quale traguardo è quello di ottenere i fondi per l'acquisto del pool di asset.

DEFINIZIONE DI SPV

La definizione di SPV può ancora essere ricercata nei caratteri dell'operatività dello stesso:

- l'SPV non persegue uno scopo imprenditoriale autonomo, è strumentale rispetto l'operazione di cartolarizzazione⁹;
- all'ente, per limitare il rischio di insolvenza a lui associato, inoltre è preclusa la possibilità di svolgere attività non riconducibili all'operazione di cartolarizzazione, altrimenti vanificherebbe l'intera operazione di cartolarizzazione che è preposta ad "abbattere" i rischi degli asset sottostanti, l'ente risulta quindi strutturato per limitare qualsiasi rischio di insolvenza (*bankruptcy remote entity*)¹⁰;
- la separazione patrimoniale, che deriva dalla segregazione dei portafogli di attività, limita l'esigibilità dei diritti da parte dei sottoscrittori degli ABS, nel senso che l'SPV risponderà con i soli flussi finanziari generati dalle attività sottostanti al portafoglio in questione¹¹;

⁹ F. J. Fabozzi, V. Kothari, l's.p.v. si presenta «like a non-substantive shell entity». Che ha permesso a v. C. Rucellai e P. Messina di escludere la sua natura imprenditoriale.

¹⁰ S. L. Schwarcz; P. Comuzzi, R. Tasca, S. Zambelli.

¹¹ Posizione pro di L. CAROTA (*La struttura degli ABS e la segregazione patrimoniale*. pp. 45-67.), afferma quindi che la separazione patrimoniale è una caratteristica intrinseca agli ABS, a sfavore invece A. GIANNELLI, (*I titoli ABS e la contrattualizzazione delle*

- risulta inoltre non essere rilevante una forma giuridica, infatti l'ente può assumere diverse forme, anche non societarie¹²;
- la consistenza del capitale sociale risulta superflua, infatti sono spesso dotati di capitale sociale minimo, senza la necessità di un determinato rapporto fra quest'ultimo e l'entità dell'operazione (*thin capitalization*)¹³;
- all'ente veicolo non è precluso, sia nell'ordinamento internazionale che in quello italiano, la realizzazione di una ("*one-off*" *securitisation*) o più operazioni (*multiseller securitisation conduits*);

Dopo aver analizzato i caratteri normativo-operativi, possiamo quindi arrivare alla definizione di SPV:

«una società, un *trust* o un altro soggetto, diversi dal cedente o promotore, costituiti allo scopo di effettuare una o più cartolarizzazioni, le cui attività sono finalizzate esclusivamente alla realizzazione di tale obiettivo, la cui struttura è volta a isolare le obbligazioni della SSPE (ente veicolo) da quelle del cedente».¹⁴

garanzie, pp. 89-112.) evidenzia che il carattere *limited recourse* dei titoli emessi deriverebbe non da prassi contrattuale, dalla previsione di specifiche clausole e quindi «non è caratteristica imprescindibile e naturale dei titoli ABS».

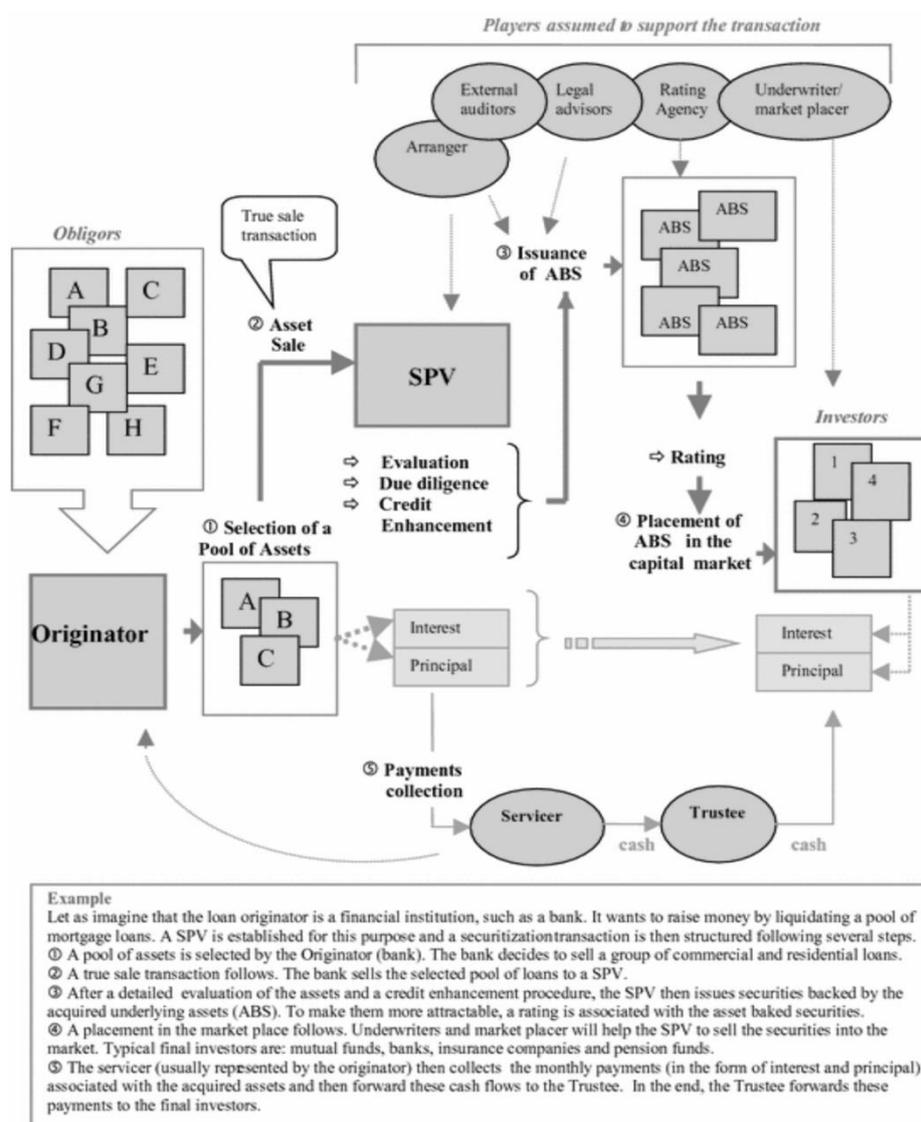
¹² È il caso dell'uso dell'*SPV-trust fund* nella pratica anglosassone.

¹³ Esattamente come nell'ordinamento internazionale, anche in quello italiano manca qualsiasi riferimento all'adeguatezza del capitale sociale in rapporto con il valore delle operazioni, purché venga rispettato il capitale sociale minimo richiesto dal modello selezionato.

¹⁴ art. 2, n. 3, Reg. (UE) n. 2402/2017

Manca quindi la specificazione della seconda funzione imputata all'SPV (emissione di ABS), il legislatore infatti la ha esclusa perché da funzione delegabile è ormai diventata sempre di più funzione delegata.

È possibile riassumere l'intero processo di cartolarizzazione in questo schema, all'interno del quale troveremo tutte le operazioni che caratterizzano la cartolarizzazione di un attivo.



15

¹⁵ P. COMUZZI. – R. TASCA – S. ZAMBELLI, *The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends in Structured finance: Techniques, Products and Market*, S. CASELLI – S. GATTI (a cura di), Springer International Publishing, 2005.

NORMATIVE ITALIANE ED EUROPEE SULLA CARTOLARIZZAZIONE

In Italia la normazione della cartolarizzazione è arrivata piuttosto tardi, infatti come anticipato, la prima traccia si ritrova nella legge n. 130 del 30 aprile 1999 che col passare del tempo è stata integrata fino ad arrivare all'odierno ordinamento giuridico.

In questo paragrafo, analizzeremo le norme che regolamentano la cartolarizzazione:

1.3.1 Legge 130/1999

Rappresenta il pilastro su cui si basa la normativa italiana in materia di cartolarizzazione, struttura lo svolgimento delle operazioni, e evidenzia le modalità di creazione degli SPV.

Si individua nel testo della norma sia una regolamentazione per quanto riguarda la protezione del patrimonio degli investitori, che garantisce che i titoli emessi siano supportati da flussi di cassa stabile e prevedibile e la priorità sui pagamenti insieme ad altre clausole, sia le regole sulla trasparenza delle operazioni degli SPV, garantendo più affidabilità alle operazioni di cartolarizzazione.

Tutto questo ha reso possibile per le banche accesso a capitale, migliorando la gestione del rischio.¹⁶

¹⁶ LEGGE 30 aprile 1999, n. 130

1.3.2 Decreto-legge 145/2013

Noto anche come “Decreto destinazione Italia” modifica la legge precedente, amplia infatti l’articolo 7.1 permettendo agli spv di effettuare operazioni su diversi tipi di attivo (strumenti finanziari, immobili), non limitandosi più solo ai crediti;

vengono quindi inserite nuove garanzie per proteggere ulteriormente gli investitori.¹⁷

1.3.3 Decreto-legge 18/2016 e le GACS

Nel 2016 con il decreto legge n.18 vengono introdotte le GACS, argomento di questa tesi; vennero introdotte per affrontare il problema dei crediti deteriorati, permettendo di cartolarizzare NPL con alle spalle garanzia statale¹⁸

1.3.4 Normative UE e Adeguamento Italiano

L’Italia ha dovuto adeguarsi anche alle normative UE (Regolamento (UE) 2017/2402) che uniformano il quadro normativo a livello comunitario.

¹⁷ «Art. 7-quater. Cessione di ulteriori crediti e titoli 1. Gli articoli 7-bis, commi 1, 2, 3, 4, 5 e 7, e 7-ter, comma 1, e le disposizioni ivi richiamate si applicano anche alle operazioni, ivi disciplinate, aventi ad oggetto obbligazioni e titoli similari, crediti garantiti da ipoteca navale, crediti nei confronti di piccole e medie imprese, crediti derivanti da contratti di leasing o di factoring, nonché di titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura.

¹⁸ Decreto legge del 14 febbraio 2016, n. 18 Capo II

Grazie alle regole comunitarie nasce l'STS (cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata), con il chiaro obiettivo di rendere le operazioni di cartolarizzazione meno complesse e più sicure, favorendo un mercato integrato a livello comunitario e più omogeneo.¹⁹

L'adeguamento delle norme italiane alle direttive comunitarie è un argomento che verrà affrontato nei capitoli successivi, in particolare il dibattito che si è creato in merito agli aiuti di stato, e, come l'Italia sia riuscita, tramite il pricing della garanzia, a non violare le norme europee in merito.

¹⁹ Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017 che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012

CAPITOLO 2

COSA SONO LE GACS?

Negli anni immediatamente successivi alla crisi 2007-2008 e alla crisi greca, gli stati europei e fondi si sono interrogati su come smaltire la sempre più ingente quantità di crediti deteriorati che popolavano i bilanci delle banche, problema che venne peggiorato dall'incompetenza dei *servicer* (gestione dei *time to recovery* e *recovery rate*);²⁰

La risposta dello Stato italiano fu di introdurre la possibilità di apporre una propria garanzia sui processi di cartolarizzazione degli NPL:

Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS)

La Garanzia, come si evince dalla normativa, viene concessa dal ministero dell'Economia e Finanze, previa istanza documentata solamente a: «banche italiane e intermediari finanziari avente sedi in Italia», un vincolo stringente per il quale la garanzia ha inizialmente stentato a partire.

FUNZIONAMENTO

²⁰ Key Determinants of Non-Performing Loans: New Evidence from a Global Sample, Beck, Jakubik e Piliou 2015, affermano infatti che tra i fattori scatenanti dell'accumulo di crediti deteriorati ci siano i limiti e la scarsa efficienza nella gestione e nel recupero dei crediti.

Una volta svolto il processo di cartolarizzazione prima descritto, i titoli emessi dall'spv, vengono suddivisi in diverse tranche, differenziate fra loro dal grado di rischio e il loro rendimento:

- *Tranche Senior*: considerata la meno rischiosa ha priorità nel pagamento dei flussi di cassa generati dai crediti sottostanti;
- *Tranche Junior*: la più rischiosa, assorbe per prima le perdite in caso di inadempienza e l'ultima a essere rimborsata;
- *Tranche Mezzanine*: è una tranche intermedia, più rischiosa e quindi con rendimenti maggiori rispetto alla tranche senior;

Le GACS sono applicabili solamente alle *tranche senior*, e solamente a quelle che abbiano ottenuto un rating “investment grade” (BBB-), le agenzie che si occupano del *rating* sono le ECAI riconosciute dalla BCE (si annoverano Moody's, Fitch, Standard&Poor's); un'ulteriore valutazione può essere rilasciata anche da un'agenzia non ECAI, purché questa non sia al di sotto dell'*investment grade*.

Per evitare che la concessione della garanzia venga considerata un aiuto di Stato, essa deve essere fornita dietro pagamento di un corrispettivo. Il pagamento della garanzia risulta necessario, in modo tale da concederla a condizioni di mercato, riflettendo quindi il rischio che si assume lo stato concedendola. Concedere aiuti di stato viola le norme Europee²¹, infatti potrebbe falsare o minacciare la concorrenza, rischiando di favorire imprese e o produzioni.

Per controllare che una misura risulti o meno aiuto di stato, l'Europa, tramite la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, ha formulato il criterio dell' "investitore privato in un'economia di mercato", stabilendo che non rappresenta aiuto di stato una misura che, a parità di condizioni, sarebbe accettata da un investitore privato che opera in un mercato ordinario.

²¹ TFUE Articolo 107

Se la garanzia fosse stata ceduta e interpretata come aiuto di stato, la Commissione Europea avrebbe ordinato il recupero da parte delle autorità e obbligato le banche che ne avessero usufruito a rimborsare gli investitori, annullando di fatto l'intera operazione.

L'insieme dei soggetti coinvolti nell'operazione, intermediari, *servicer* e agenzie di *rating* indipendenti, creano le giuste condizioni affinché, come detto, tramite il pagamento di un premio a valore di mercato, la garanzia non venga tacciata come aiuto di stato, e sia quindi in linea con le normative vigenti nell'Unione Europea.

Il MEF procede quindi a erogare la garanzia solo se la società cedente ha venduto, a titolo oneroso, il 50% più uno dei titoli *Junior*. Inoltre, l'intera quota di titoli *Junior* e, se presenti, *Mezzanine* ceduta deve permettere l'eliminazione dal bilancio gli NPL associati.

In altre parole, per rispettare le direttive europee sugli aiuti di Stato, la cartolarizzazione deve avvenire a condizioni di mercato e garantire che gli NPL non siano più contabilizzati dalla società originaria.

Non tutti i titoli *Junior* vengono piazzati sul mercato, infatti una quota pari al 5% viene trattenuta dalla società cedente (*risk retention*)²².

Quanto precedentemente descritto, serve perché lo Stato cerca di diminuire la quantità di titoli che rischiano di diventare insolventi;

la garanzia, se richiesta, può essere estesa dal MEF anche ad altre tranche dello stesso titolo, purchè rispettino le condizioni necessarie sopra descritte.

²² "Risk Management and Financial Institutions" di John C. Hull

PAGAMENTI

Le somme ottenute dai flussi generati, vengono gestite e divise nelle varie voci di spesa secondo un ordine ben definito; il legislatore ha voluto definire fin dall'inizio che l'utilizzo primo dei flussi incassati era da destinarsi al recupero dei costi²³, e successivamente al rimborso dei titoli²⁴.

Come osservabile dalla nota in calce, il pagamento dei titoli avverrà in ordine di *tranche* di appartenenza e dando precedenza agli interessi maturati, infine, sempre rispettando la precedenza fra *tranche* di titoli si procede al rimborso del capitale.

Esclusa dalle voci elencate, la *fee* dovuta al gestore merita un breve approfondimento, infatti viene sottointesa come prioritaria rispetto a tutte le altre spese, in realtà non è regolamentata in maniera specifica, l'articolo cita infatti: “*secondo i termini convenuti dalla società cessionaria*”.

La linea di credito accennata nella nota 23 (punto 7) si riferisce all'installazione della stessa al fine di ridurre il rischio di *Mismatching* fra gli interessi delle *tranche senior* e ciò che è stato recuperato dalle sofferenze e la ricapitalizzazione degli incassi²⁵

²³ In questo ordine: 1 oneri fiscali, 2 somme dovute a prestatori di servizi, 3 somme dovute a titolo di interessi e commissioni, 4 somme dovute alla concessione della garanzia, 5 somme dovute alla copertura finanziaria;

²⁴ 6 interessi sui titoli senior, 7 ripristino linea di credito (se utilizzata), 8 interessi titoli mezzanine, 9 rimborso capitale titoli senior, 10 rimborso capitale titoli mezzanine, 11 pagamento somme capitale e interessi titoli junior.

²⁵ G.U., Serie Generale n. 87 del 14 aprile 2016. L'articolo dispone quanto segue: «può essere prevista, al fine di gestire il rischio di eventuali disallineamenti fra i fondi rivenienti dagli incassi e dai recuperi effettuati in relazione al portafoglio di crediti ceduti e i fondi necessari per pagare gli interessi sui Titoli senior, l'attivazione di una linea di credito per

ESCUSSIONE DELLA GARANZIA

Prima di proseguire parlando delle norme e quindi il procedimento alla base dell'escussione della garanzia è doveroso introdurre una figura estremamente importante: il RON (*representative of Notholders*), legale rappresentante dei detentori dei titoli.

Il RON, ha come scopo il perseguimento degli interessi dei Notholders, è eletto da questi ultimi, ed è il soggetto la cui presenza permette e consente l'eventuale richiesta di escussione della garanzia;

La figura del Ron non è disciplinata ne dal codice civile ne tantomeno dalla legge sulle cartolarizzazioni, questo fa sì che l'elezione, e il metodo utilizzato, per questa carica siano estremamente fumosi, le criticità si affrontano nel momento in cui ci si interroga se la nomina debba essere all'unanimità o si debba ricorrere alle linee generali accennate nell'articolo 2415 c.c.²⁶;

in ogni caso il rappresentante dei *noteholders*, risulta estremamente importante, a priori infatti, permette un miglioramento generale dello svolgimento dell'intera operazione,

un ammontare sufficiente a mantenere il livello minimo di flessibilità finanziaria coerente con il merito di credito dei Titoli senior».

²⁶ L'articolo 2415 del Codice Civile italiano si riferisce principalmente ai poteri e alle competenze dell'assemblea degli obbligazionisti, vertendo soprattutto sul ruolo del rappresentante comune degli obbligazionisti; manca quindi la menzione diretta ad un "RON" nell'articolo stesso.

vengono in capo a quest'ultimo, al verificarsi degli eventi *trigger*, obblighi e funzioni autorizzative²⁷.

È prevista inoltre, previa autorizzazione *ex-ante*, la possibilità di lasciar procedere liberamente, senza la necessità di consultare i *noteholders*, il RON alla richiesta di escussione della garanzia, purché sia negli interessi dei detentori dei titoli.

I detentori di titoli senior possono procedere alla richiesta di escussione di garanzia entro nove mesi dalla scadenza del titolo, tengo a precisare “alla scadenza del titolo”, in quanto la garanzia non può essere escussa dopo un singolo pagamento mancato ma solamente alla fine della vita del titolo.

La risoluzione della GACS, è l'ultimo di una serie di eventi che devono concatenarsi: Perché sussista infatti l'escussione, deve verificarsi il mancato pagamento , *in toto* o parziale, nei tempi prestabiliti con la società cessionaria;

i detentori dei titoli, tramite il Ron, nei due mesi successive possono intimare all'SPV la richiesta di pagamento della suddetta somma mancante, decorso un mese e non superati i sei, se, se, la società non abbia provveduto al pagamento, si provvederà alla richiesta di risoluzione della garanzia;

il MEF inoltre come specificato nell'articolo 11 al comma 3, dopo il pagamento risulterà surrogato nei diritti detenuti con i titoli senior, quindi provvederà al recupero della somma e degli interessi maturati, va da se quindi che acquisirà tutti i diritti che gli spettano al pari dei detentori dei titoli, inclusi quelli di voto.

È doveroso precisare che quanto scritto prima, in proposito alle tempistiche di escussione, è valido se si tratta del rimborso della quota capitale, il pagamento invece della quota

²⁷ Attraverso il RON i detentori di titoli senior richiedono all'spv l'adempimento degli obblighi contrattuali.

interessi non è vincolata alla scadenza del titolo ma è esigibile anche prima del termine concordato.

La richiesta di pagamento viene differenziata, oltre che dalla tipologia (interessi o capitale) anche dal *rating* dell'operazione; parleremo quindi di *timely payment* e *final payment* a seconda della valutazione assegnata all'operazione: *timely payment* nel caso in cui gli interessi vengano pagati alle loro scadenze e il capitale alla fine, *final payment* nel caso in cui sia interessi che capitale vengano rimborsati entrambi alla fine dell'operazione.

Una volta applicata la garanzia statale, la società che si è occupata della cartolarizzazione non decade, cita infatti l'articolo 5 del decreto 3 Agosto 2016:

“il mancato pagamento di un importo dovuto a titolo di interessi sui Titoli senior e l'escussione della garanzia non comportano decadenze dal beneficio del termine della Società di cartolarizzazione.”

INEFFICACIA DELLA GARANZIA

La Garanzia permette agli investitori quindi di abbassare sostanzialmente i rischi ai quali sono esposti, permettendo così un ingente smobilizzo di NPLs;

Nonostante l'apparente sicurezza che le GACS possono dare, i detentori dei titoli rischiano comunque di rimanere scoperti in caso di default del titolo;

esistono infatti casi particolari, disciplinati dal legislatore, la cui sussistenza causa l'inefficacia della garanzia.

L'inefficacia può avvenire sia antecedentemente all'applicazione della garanzia che posteriormente:

- 1) Quando si parla di inefficacia antecedente all'applicazione della garanzia, si fa riferimento al mancato posizionamento sul mercato del 50% più 1 dei titoli *junior* e *mezzanine*, vincolo che come specificato nei paragrafi precedenti risulta condizione necessaria al fine della richiesta di garanzia sui titoli senior; inoltre il MEF si riserva di rendere inefficace la garanzia nel caso in cui i documenti depositati risultino non adeguati, o contengano informazioni inesatte o addirittura mancanti, informazioni alle quali hanno accesso anche le agenzie di *rating* per, come accennato nei capitoli precedenti, motivi di trasparenza nell'assegnazione delle valutazioni;

- 2) Nel caso in cui invece si stia parlando di inefficacia dopo aver già ottenuto la garanzia, ci si riferisce a due casi specifici, normati dal decreto del 3 agosto 2016:
 - Il primo vuole porre l'attenzione sul fatto che è altamente sconsigliato alla società cessionaria di revocare l'incarico al *servicer*, in quanto, in tal caso il *rating* dei titoli *senior* potrebbe scendere, facendo venire a mancare uno dei requisiti fondamentali per l'ottenimento della garanzia, garanzia che in tale caso, nonostante già ottenuta verrebbe revocata;

 - Il secondo non vieta le modifiche, ma specifica che al fine di apportare le stesse, è necessaria la previa autorizzazione del MEF; le modifiche a cui si fa riferimento sono quelle che avvengono: sull'importo del capitale, di tutte le *tranche* (*senior*, *mezzanine* e *junior*); e sul tasso di interesse applicato sia sui titoli che sulla loro scadenza.

PRIME OPERAZIONI E MAGGIORI USUFRUITORI

Prima di andare a descrivere le operazioni più importanti di cartolarizzazione, è necessario introdurre il GBV (gross book value) indicatore che tornerà poi utile anche nel prossimo capitolo: è infatti dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa stimati futuri, con un tasso di attualizzazione pari al tasso di interesse originario effettivo del credito, si può quindi considerarlo il valore nominale di un prestito, al lordo delle sue rettifiche.

La prima operazione di cartolarizzazione supportata da GACS, è stata eseguita dalla Banca Popolare di Bari, che vendendo circa al 30% del GBV (*Gross Book Value*), si è liberata di 480 milioni di euro di NPLs.

Nello specifico l'operazione della popolare di Bari, è stata caratterizzata dalla vendita di:

- 126,5 milioni di euro (26% GBV) in *tranche senior*, che garantisce una cedola indicizzata all'Euribor (6 mesi) +5 *basis points*, con valutazione BBB+ che le ha quindi permesso di godere della garanzia;
- 14 milioni di euro in *tranche mezzanine*, indicizzata Euribor (6 mesi) + 600 *basis points*, con valutazione B+;
- 10 milioni di euro in *tranche junior*, indicizzata Euribor (6 mesi) + 1500 *basis points*, senza *rating*.

La suddivisione delle tranche è stata eseguita dall'SPV "Banca Popolare di BariNPLs 2016 Srl", la banca ha poi provveduto ad un'iniziale sottoscrizione dell'intera operazione, collocando poi i titoli sul mercato con l'aiuto di J.P. Morgan.

Degne di nota sono le operazioni di Unicredit, Monte dei Paschi di Siena, e Banco BPM:

- UNICREDIT Spa: la cartolarizzazione operata da Unicredit risulta essere una delle più importante svolte, infatti si tratta di una delle più grandi per volume di crediti smobilizzati; il GBV di sofferenze smobilizzate è stato pari a circa 17 miliardi di euro, venduti a circa il 13% del suo valore;
La cartolarizzazione svolta da Unicredit che ha preso il nome di FINO (*Failure Is Not an Option*), è stata resa possibile grazie agli accordi stretti con Pimco e Fortress che hanno investito nell'operazione, operazione che è stata suddivisa in 2 fasi:
 - a) Completata a luglio 2017, sono state previste 4 *tranche* di titoli, tutte sottoscritte da Unicredit al 49,9% e per il restante 50,1% da Pimco e Fortress;

gli SPV coinvolti sono stati 3: Fino 1 securitization Srl, Fino 2 securitization Srl e Onif Srl. Questa prima fase dell'operazione non ha goduto della garanzia di Stato.

- b) La fase 2 è stata caratterizzata principalmente da due avvenimenti: la diminuzione della quota di ABS sottoscritti da Unicredit di più della metà, è passata dal 49,9% a meno del 20%; e l'ottenimento delle GACS per i titoli senior.

I titoli sono stati venduti con un forte sconto, infatti il valore dell'operazione si aggira intorno al 12,5% del GBV²⁸

- Monte dei Paschi di Siena (MPS): la cartolarizzazione di Monte dei Paschi di Siena è stata l'operazione più grande, ha ceduto infatti alla società veicolo "Siena NPL 2018 Srl" 24 miliardi di euro (GBV) al prezzo di 4,3 miliardi (18% del GBV);

i titoli sono stati divisi in 3 classi così suddivise:

- a) 2,9 miliardi di euro in *tranche senior*, che hanno ottenuto la garanzia grazie ad un rating BBB+; la cedola è stata indicizzata all'Euribor (3 mesi) più 150 *basis points*, e incorpora anche il premio dovuto al MEF per la garanzia;
- b) 847,6 milioni di euro in *tranche mezzanine*, con cedole indicizzate all'Euribor (3 mesi) + 800 *basis points*;
- c) 565 milioni di euro in *tranche junior* sprovviste di *rating* e con una cedola fissa non indicizzata al 12%.

Nello svolgimento dell'operazione sono stati utilizzati 4 *servicer* che si sono spartiti come segue le quote dell'operazione: Credito Fondiario 6,2%, Italfondiario 31,2%, Prelios Credit Servicing 4,5%, e Juliet 58,1%. Grazie al suo successo MPS è riuscita a rinforzare il suo patrimonio, scopo che doveva perseguire per uscire dalla difficile situazione finanziaria nella quale si trovava.²⁹

²⁸ Unicredit, FINO; MEF; KPMG

²⁹ MEF, Banca d'Italia, Prelios

- BANCO BPM: tramite l'operazione ACE si è liberata di 12,4 miliardi di NPLs servendosi di Credito Fondiario e Elliot, fondo d'investimento che al 2018, anno dell'operazione controllava più dell'80% di Credito Fondiario;

Le 2 fasi di ACE sono state così distinte:

- a) Leviticus SPV ha emesso 3 *tranche* di titoli: *senior* per un valore di 1,44 miliardi di euro, *mezzanine* di 221,5 milioni di euro, e *junior* 248,9 milioni di euro; le tranche mezzanine e junior sono state acquistate da Elliot tramite Credito Fondiario in modo tale da ottenere la garanzia statale. Il valore iniziale di questo portafoglio di circa 7 miliardi di euro, è stato ceduto all'SPV per circa il 26% del suo GBV;
- b) Nella seconda fase di ACE si assiste ad una *joint venture* fra BPM e Credito Fondiario per creare una piattaforma di gestione dei crediti deteriorati, la cui proprietà è divisa 70% 30% fra i 2 partner della *joint venture*, con la quota maggioritaria di proprietà di Credito Fondiario (Elliot).³⁰

SERVICERS

Trattando l'argomento delle cartolarizzazioni, come descritto nel primo capitolo, è necessario descrivere, oltre le società cedenti (oggetto del paragrafo precedente), le società cessionarie (SPV), enti le cui caratteristiche sono state trattate nel primo capitolo di questa tesi.

L'obiettivo di questo paragrafo è descrivere i *player* in gioco, la loro fetta di mercato, e le operazioni che svolgono sul mercato secondario.

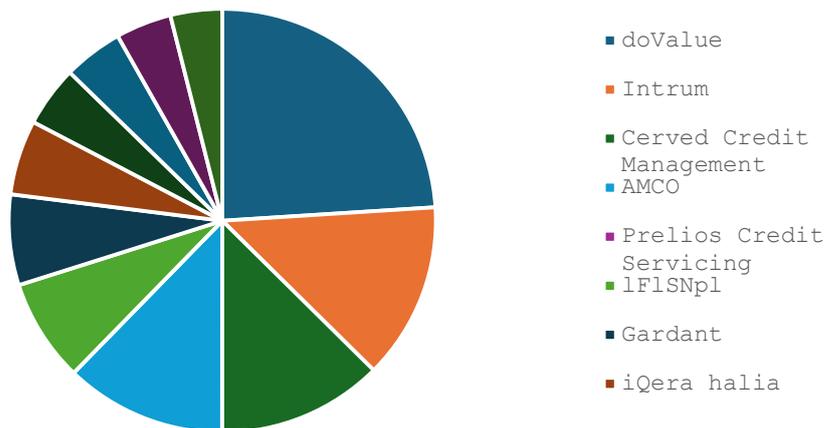
³⁰ MEF, Banca d'Italia, Elliot, Credito Fondiario

Gli enti principali, che si sono occupati delle cartolarizzazioni che hanno usufruito di garanzia sono:

- Prelios CS, parte di Prelios Group è uno degli attori principali nel mercato dei crediti deteriorati, real estate e i cosiddetti UTP (*Unlikely To Pay*);
- Cerved CM, (*credit management*), fa parte del gruppo indipendente per la gestione dei crediti più grande d'Italia (Cerved Group), oltre alla gestione dei crediti, fanno parte dei servizi che fornisce a banche e intermediari: dati integrati, analisi e recupero crediti;
- doValue, conosciuto in precedenza come doBank, è il servicer di prestiti e *real estate* più grande del Sud-Europa, offre servizi come: gestione e recupero crediti, gestione di portafoglio e supporto alle operazioni di cartolarizzazione;
- Juliet, è un servicer nato dalla *joint venture* fra Quaestio Holding e Cassa di Risparmio di Firenze, creato appositamente per la gestione di NPLs, sia con che senza garanzia;
- Italfondario, facente sempre parte di doValue Group, è uno degli attori che ha partecipato nelle transazioni delle operazioni più grandi;
- Credito Fondiario, (Fonspa) è specializzato nella gestione e compravendita di portafogli composti da NPLs;
- Bayview Italy, il ramo italiano di Bayview Asset Management, opera solo in Italia gestisce e recupera crediti deteriorati, si occupa anche dell'acquisizione e gestione di portafogli composti da NPLs e UTP;

- Fire Spa, gestisce sia cartolarizzazioni garantite e non garantite, operando in più settori come bancario, telecomunicazioni e servizi.

Il mercato, ad oggi è così suddiviso fra i principali servicer:³¹



I servicer oltre ad occuparsi del mercato primario ossia quello che si occupa di cartolarizzare i crediti e successivamente venderli, sono presenti anche nel mercato secondario, la compravendita di portafogli già presenti sul mercato;

Analizzando le transazioni possiamo vedere come al 2022, le transazioni fra servicer sono state all'incirca 20, con portafogli che sono stati scambiati fino a 4 volte.

Nel capitolo successivo, quando ci occuperemo dell'andamento delle cartolarizzazioni vedremo nel dettaglio come lo scambio di portafogli sia una componente del guadagno per i *servicer*.

³¹ Fonte dati PWC: The Italian NPE Market Navigating Tranquility

PRICING DELLE GACS

Il pricing risulta essere un'argomento estremamente importante quando si parla di GACS, nel Capitolo 1 infatti abbiamo introdotto il tema degli aiuti di Stato, come questi siano contrari ai principi dell'Unione Europea;

Perché la GACS, non fosse vista quindi come aiuto di Stato di stampo anticoncorrenziale, viene concessa dietro il pagamento di un premio addebitato nei flussi di cassa generati dal portafoglio.

La norma prevede che il corrispettivo da pagare sia computato sul valore residuo all'inizio dei pagamenti degli interessi dei titoli senior; in particolare si prendono come riferimento 3 panieri di CDS (*Credit Default Swap*) riferiti al *rating* delle obbligazioni di alcuni emittenti italiani³², a seconda che il *rating* calcolato da Moody's, Fitch o Standard&Poor's, della *tranche senior* sia:

- Paniere 1: BBB-/Baa3, BBB+/Baa1, BBB/Baa2
- Paniere 2: BBB/Baa2
- Paniere 3: BBB+/Baa1

Nel caso in cui il *rating* di un emittente (nota 30) sia modificato e quindi non rientri più nei criteri, suddetto emittente verrà eliminato dal paniere.

³² Primo paniere: con un rating pari a BBB/Baa2, BBB-/Baa3: UBI banca spa, Unicredit spa, Intesa Sanpaolo spa, Acea spa, Telecom Italia spa, Leonardo spa, Mediobanca spa; Secondo paniere: con un rating pari a BB+/Ba1: UBI banca spa, Mediobanca spa, Unicredit spa, Intesa Sanpaolo spa, Assicurazioni Generali spa, Enel spa, Acea spa, Atlantia Spa;

Terzo paniere: con un rating pari a BBB/Baa2, BBB+/Baa1 o A- : Unicredit spa, Intesa Sanpaolo spa, Assicurazioni Generali spa, Enel spa, Acea spa, Eni spa, Atlantia spa

Per ricavare la media semplice del paniere e quindi ricavare il valore del CDS del paniere, i dati³³ verranno acquisiti da Bloomberg.

Una volta individuato il CDS, i pagamenti della commissione, verranno applicati con un modello *step-up* come segue:

- Negli anni 1, 2 e 3 sarà corrisposto il tasso del CDS a 3 anni, sul valore residuo della *tranche senior*.
- Negli anni 4 e 5 sarà corrisposto il tasso del CDS a 5 anni, sul valore residuo della *tranche senior*.

Con una maggiorazione negli anni 4 e 5 del tasso base a quello del CDS a 5 anni nel caso in cui la *tranche senior* non sia interamente rimborsata entro il terzo anno;

- Dal sesto anno sarà corrisposto il tasso del CDS a 7 anni, sul valore residuo della *tranche senior*.

Con una maggiorazione dal 5 anno in poi del tasso base a quello del CDS a 7 anni se la *tranche senior* non sarà stata interamente rimborsata entro il terzo anno,³⁴

I corrispettivi sopra citati verranno versati e quindi alimenteranno il Fondo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze, fondo istituito con l'introduzione delle GACS dal MEF.

Quando parliamo del *pricing* delle GACS, bisogna distinguere fra garanzie erogate prima e erogate dopo la proroga del 2019, distinzione che approfondiremo nel prossimo capitolo in quanto servirà anche nell'analizzare la *performance* delle cartolarizzazioni.

³³ La media semestrale dei mid-price

³⁴ Le maggiorazioni vengono eseguite partendo dall'assunzione che il tasso di sconto sia del 2% e che l'ammortamento della *tranche senior* sia di 7 anni

La differenza fra le prime e le seconde³⁵, per quanto concerne il prezzo della garanzia è dovuta a diversi fattori, le prime hanno goduto di costi più bassi, visto che i nuovi panieri³⁶, scontano uno spread BTP – BUND aumentato di 140 punti base rispetto al 2016, e il *rating* minimo degli ABS all'interno del paniere viene alzato da “*investment grade*” a BBB;

Vengono quindi stabiliti dal MEF³⁷ nuovi panieri:

- Primo paniere: nel caso in cui il *rating* dei titoli *senior* sarà BBB/Baa2/BBB/BBB UBI: Banca Spa, Mediobanca Spa, Unicredit Spa, Intesa San Paolo Spa, Assicurazioni Generali Spa, Enel Spa, Acea Spa ed Atlantia spa;
- Secondo paniere: nel caso in cui il *rating* dei titoli *senior* sarà BBB+/Baa1/BBB+/BBB H: Mediobanca Spa, Unicredit Spa, Intesa San Paolo Spa ed Assicurazioni Generali Spa;
- Terzo paniere: nel caso in cui il *rating* dei titoli *senior* sarà A-/A3/A-/A L: Assicurazioni Generali Spa, Eni Spa ed Enel Spa

³⁵ GACS 1.0 e GACS 2.0

³⁶ GACS 2.0, Post proroga 2019

³⁷ MEF, comunicati stampa.

Capitolo 3

INTRODUZIONE ALL'ANALISI

In questo capitolo procederemo ad analizzare le *performance* delle cartolarizzazioni che hanno usufruito della Garanzia.

Come già detto precedentemente, la garanzia sulle cartolarizzazioni, è stata rinnovata nel 2019, dando vita così alla divisione fra i titoli *pre* e quelli *post 2019*: GACS 1.0 e GACS 2.0.

Le principali differenze, risiedono nel monitoraggio dei *servicer*, nelle cartolarizzazioni *pre 2019*, il controllo esercitato su questi enti era piuttosto limitato, dovevano essere indipendenti dalla banca cedente e le restrizioni alle quali erano sottoposte si esaurivano; con il rinnovo, il monitoraggio dei *servicer*, è stato aumentato nell'ottica di proteggere sia gli investitori che lo Stato, maggior trasparenza e maggior controllo permettono una minore esposizione al rischio per il bilancio pubblico;

grazie all'introduzione delle KPI (*Key Performance Indicators*), parametri che i *servicer* sono obbligati a rispettare, che includono tasso di recupero, tempo medio di recupero e qualità della gestione dei crediti, si può affermare che questi ultimi sono posti a uno scrutinio costante, scrutinio che permette agli investitori, qualora i parametri non fossero rispettati, la richiesta di sostituzione del *servicer* in modo tale da massimizzare l'efficienza nell gestione del portafoglio e la *reposession* dei crediti.

È richiesta inoltre una maggior trasparenza nei processi di recupero, e su ogni fase di gestione degli NPL, trasparenza che viene associata alla richiesta di documenti più dettagliati, in modo tale da avere una traccia chiara dell'operato, facilitando il controllo da parte delle autorità e da parte degli investitori.

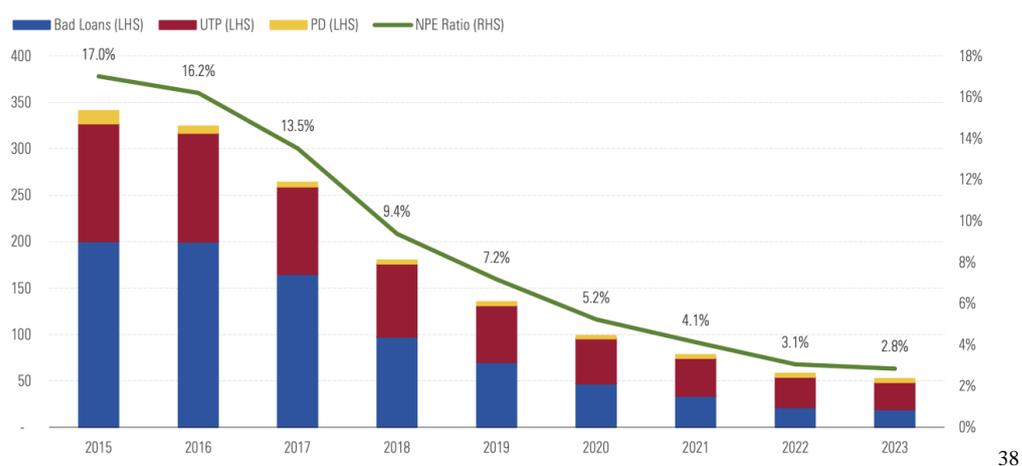
L'ultimo punto in questione è un maggior coordinamento con le agenzie di *rating*, il cui compito non si limita più alla valutazione delle tranche senior per l'assegnazione della garanzia, ma viene esteso alla valutazione del *servicer* nel tempo, segnalando così in

tempi brevi eventuali criticità che potrebbero emergere da una sbagliata gestione dei crediti.

Finita questa breve introduzione sulle differenze fra GACS 1.0 e 2.0 possiamo iniziare la nostra analisi sull'andamento di queste cartolarizzazioni.

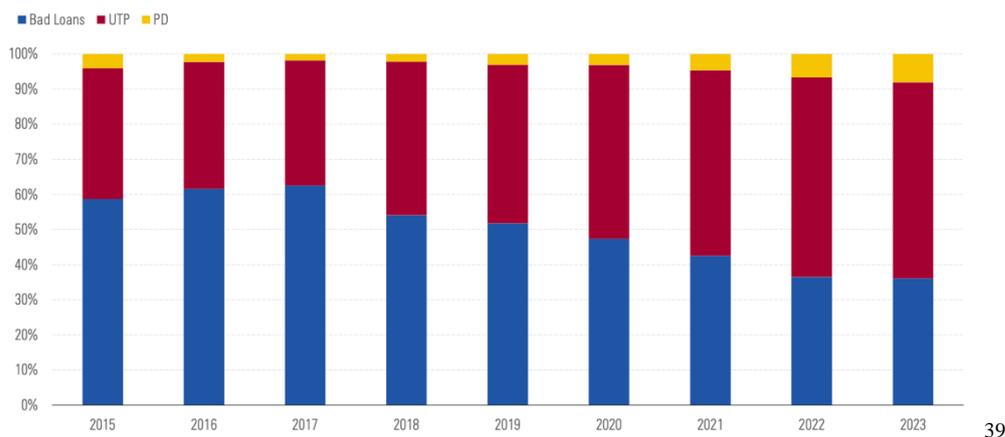
EVOLUZIONE DEGLI NPLs NEI BILANCI DEGLI INTERMEDIARI

Nei seguenti grafici, possiamo osservare l'evoluzione della quantità e della qualità degli NPLs in Italia:



38

³⁸ Grafico 3. DBRS Morningstar.



39

Nel Grafico 4 si evidenzia come grazie all'introduzione delle GACS, gli NPLs presenti nei bilanci delle banche italiane valgono all'incirca 50 miliardi di euro con un rapporto del 2.8% con gli altri crediti presenti, che rappresenta uno dei livelli più bassi registrati dal 2015 (NPLs per circa 340 miliardi di euro e un rapporto che sfiorava il 18%), il che rende l'Italia in linea con le regole dell'EBA che stabiliscono un rapporto target di NPLs all'interno dei bilanci pari al 5%.

Nel grafico 4 possiamo vedere che, oltre ad essersi abbassato il numero di sofferenze nei bilanci delle banche, è mutata anche la loro composizione⁴⁰, da oltre il 60% di *Bad Loans* nel 2016 e 2017, si osserva uno *shifting* verso una maggior presenza di *Unlikely to Pay*, migliorando di fatto la qualità dei crediti non performanti all'interno dei bilanci degli intermediari.

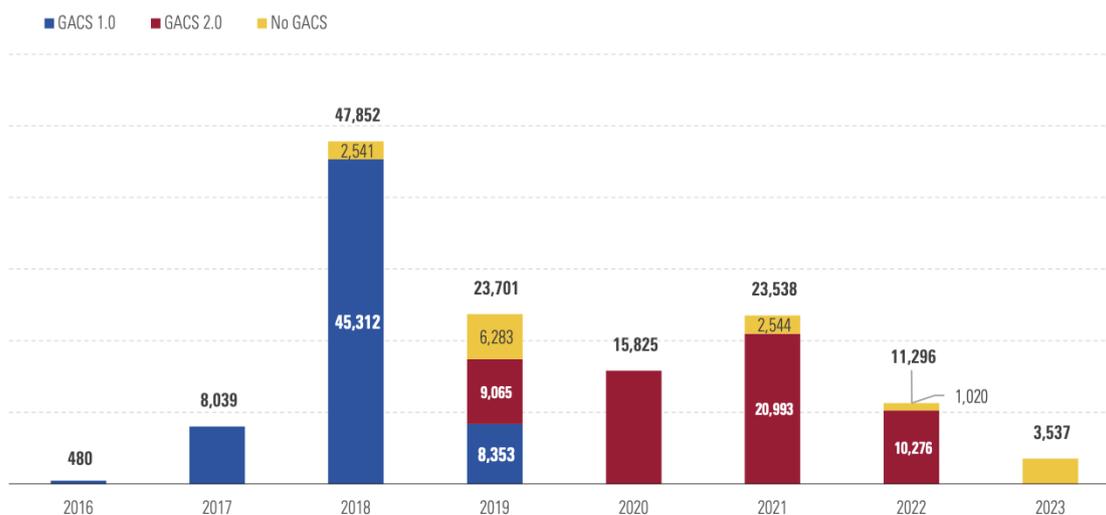
Questi miglioramenti sono da attribuire sia alla cessione dei crediti ad enti specializzati (i *servicer* di cui abbiamo discusso) che ovviamente alla minor afflusso di nuovi NPLs.

³⁹ Grafico 4. DBRS Morningstar.

⁴⁰ Composizione degli NPE che è divisa in Bad Loans sofferenze dichiarate, UTP (Unlikely To Pay) quei crediti che ancora non sono stati dichiarati sofferenti, ma probabilmente lo saranno e PD (Past Due)

LE OPERAZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE E AUMENTO DI CAPITALE

Il miglioramento e la diminuzione degli NPLs visti sono da attribuirsi all'introduzione delle GACS, nel seguente grafico vediamo dettagliatamente quante, delle operazioni di cartolarizzazione svolte fra il 2016 e il 2023 hanno usufruito di questa garanzia



41

Possiamo infatti osservare l'ammontare delle operazioni delle quali abbiamo già discusso notando la differenza fra l'ammontare effettivamente dei crediti deteriorati presenti nei bilanci delle banche rispetto all'ammontare cartolarizzato (in linea con lo sconto a cui sono stati venduti⁴²) e nel particolare, se queste abbiano usufruito di GACS 1.0, GACS 2.0 o siano state effettuate senza garanzia.

Quanto detto nei capitoli in precedenza sembrerebbe la soluzione ai problemi delle banche, cedere NPLs liberare i bilanci e incassare dai *servicer*; tuttavia, come già detto,

⁴¹ Grafico 5. DBRS Morningstar.

⁴² All'incirca 1/3 del loro valore iniziale

la vendita di crediti deteriorati è avvenuta a sconto, sconto che come osservato oscilla fra il 56,5% di ISEO SPV e l'82,5% di Juno 1, con una media di tutte le operazioni che si attesta intorno al 73%.

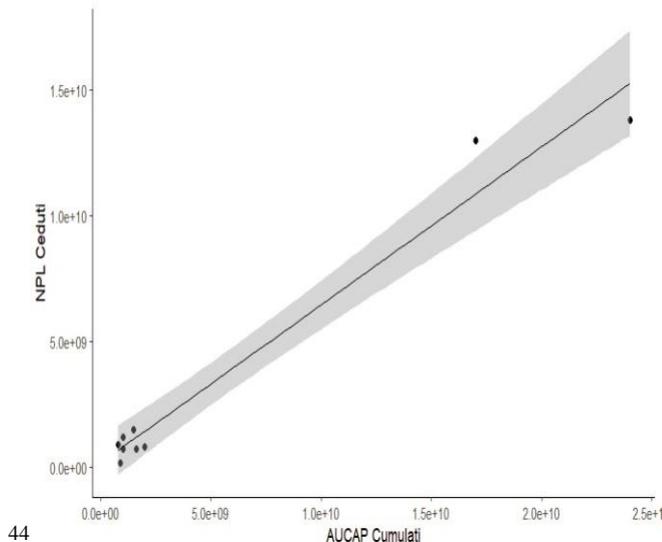
BANCA	data aucap	aumento di capitale	data cessione	NPL ceduti
Unicredit	2017	13.000.000.000,00 €	2017	17.000.000.000,00 €
MPS	2015-2017-2022	13.800.000.000,00 €	2018	24.000.000.000,00 €
popolare di bari	2019	900.000.000,00 €	2016-2017	799.000.000,00 €
Bper	2021	802.000.000,00 €	2018	2.000.000.000,00 €
popolare di Vicenza	2016	1.500.000.000,00 €	2016-2017	1.500.000.000,00 €
Banca carige	2017-2019	1.200.000.000,00 €	2019	1.000.000.000,00 €
Creval	2018	700.000.000,00 €	2019	1.600.000.000,00 €
banco di sardegna	2018	150.000.000,00 €	2018	900.000.000,00 €
Popolare di sondrio	2021	700.000.000,00 €	2021	1.000.000.000,00 €

43

⁴³ Fonte dati: unicreditgroup.eu; gruppomps.it; bdmbanca.it; group.bper.it; bluerating.com; soldionline.it; finanza.lastampa.it; startmag.it.

CORRELAZIONE TRA NPL CEDUTI E AUCAP	
<i>Dependent variable:</i>	
AUCAP	
NPL Ceduti	0.629*** (0.044)
Intercept	156,610,779.000 (431,582,856.000)
Observations	9
R ²	0.967
Adjusted R ²	0.963
Residual Std. Error	1,072,297,008.000 (df = 7)
F Statistic	207.292*** (df = 1; 7)

Note: * p<0.1; ** p<0.05; *** p<0.01



Per cancellare quindi i crediti deteriorati dai bilanci le banche hanno dovuto utilizzare gli accantonamenti messi a bilancio per coprire le perdite, e, nel caso in cui questi non fossero risultati sufficienti, hanno dovuto provvedere, per il mantenimento nei limiti minimi (CET 1⁴⁵) ad aumenti di capitale, che hanno portato a una diluizione delle quote dei soci.

L'affermazione precedente trova riscontro nei grafici di cui sopra (nota 44), possiamo vedere infatti come, ad una prima analisi ci sia una correlazione fra gli aumenti di capitale e la cessione di NPL; facendo una regressione lineare seppur approssimativa, visto il numero di osservazioni inferiore a 30, si può osservare che, avendo ottenuto un R quadro corretto di oltre il 96%⁴⁶, ci sia una forte correlazione fra gli aumenti di capitale cumulato svolti fra il 2016 e il 2022 e la cessione di NPLs con garanzia senior coperta da GACS da parte delle banche coinvolte.

Per citare alcune operazioni possiamo far riferimento alle operazioni prese in considerazione nel capitolo 2: Unicredit, che grazie alla cartolarizzazione e alla garanzia di Stato era riuscita a cedere 17 miliardi in crediti deteriorati aveva incassato appena il

⁴⁵ Common Equity Tier 1

⁴⁶ In presenza di più osservazione potrebbe calare, ma dato un valore così alto ci si aspetta comunque una forte correlazione.

13% del loro valore, rendendo necessario un AuCap di 13 mld di euro⁴⁷; MPS dopo l'operazione da 24 miliardi di euro, dalla quale ne ha incassati "solamente" 4,3 miliardi di euro, si è trovata a dover aumentare il suo capitale di 5,4 miliardi di euro⁴⁸.

Non tutte le banche che hanno ceduto crediti, però sono riuscite a rientrare delle perdite, soprattutto le banche minori come la Popolare di Vicenza, che aveva ceduto oltre 1,5 miliardi di euro di crediti deteriorati, operazione che però non ha avuto gli esiti sperati, infatti, nonostante l'aiuto del fondo Atlante, l'aumento di capitale necessario per salvare la banca non è andato in porto rendendo necessaria quindi la liquidazione coatta amministrativa e l'acquisizione di tutte le attività "sane" da parte di Intesa Sanpaolo.

⁴⁷ AuCap utilizzato sia per coprire le perdite dovute ai crediti ceduti che per rafforzare il bilancio

⁴⁸ Ricapitalizzazione precauzionale avvenuta anche grazie agli aiuti dello stato

ANALISI DELLA PERFORMANCE

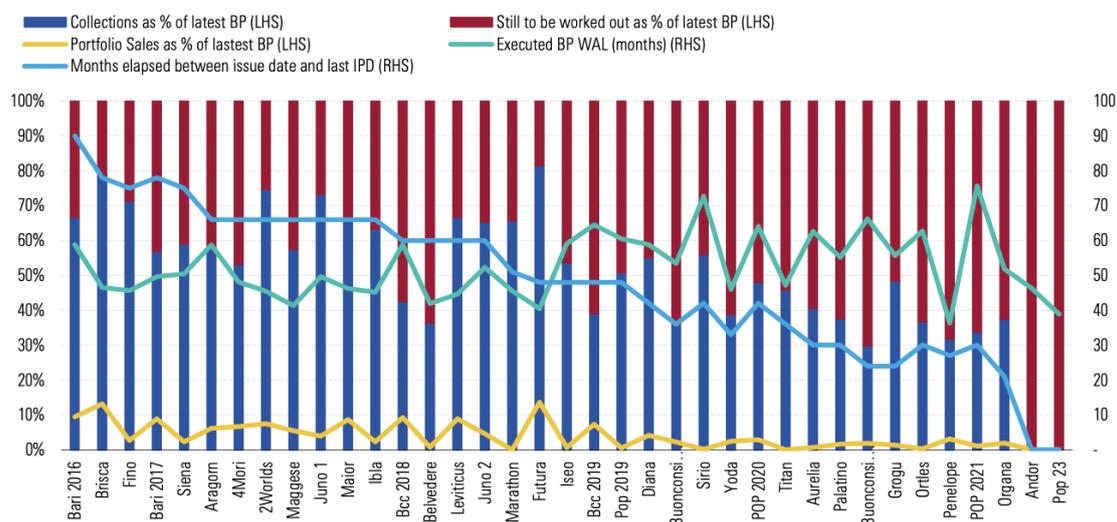
Per analizzare la *performance* delle cartolarizzazioni, dobbiamo prima creare un glossario, che permetta la comprensione degli indicatori e dei termini utilizzati:

- **GCCR:** *Gross Cumulative Collection Ratio*, indica la performance sul recupero dei crediti, ed è calcolato:
$$GCCR = \frac{\text{Flussi di cassa totali raccolti sui crediti}}{\text{Valore lordo complessivo dei crediti cartolarizzati}}$$
 il valore del GCCR permette quindi di osservare la salute dell'operazione, un valore alto indicherà un buono stato di salute, mentre uno basso uno scarso recupero dei crediti e quindi un'operazione inefficiente;
- **NCCR:** *Net Cumulative Collection Ratio*, è un indicatore simile al GCCR, con la differenza che tiene conto delle spese sostenute sia quelle operative che quelle per il recupero, è calcolato:
$$NCCR = \frac{\text{Flussi di cassa netti raccolti sui crediti}}{\text{Valore lordo complessivo dei crediti cartolarizzati}}$$
 un valore basso del NCCR potrebbe indicare che i costi sostenuti per il recupero dei crediti sono troppo alti, rendendo meno redditizia l'operazione per gli investitori;
- **CCR:** *Cumulative Collection Ratio*, indica quanti dei crediti cartolarizzati è stato effettivamente recuperato rispetto al loro valore iniziale, si calcola:
$$CCR = \frac{\text{Flussi di cassa cumulativi raccolti sui crediti}}{\text{Valore lordo complessivo dei crediti cartolarizzati}}$$
 il CCR è uno degli indicatori più importanti utilizzati nella valutazione di un'operazione di cartolarizzazione, però al contrario del prossimo indicatore, il CCR non sconta il fattore tempo;
- **NPV Profitability Ratio:** Il *Net Present Value Cumulative Profitability Ratio*, è l'indicatore più avanzato per valutare le operazioni di cartolarizzazione, la formula per calcolarlo è:
$$NPV = \frac{\text{Valore Attuale Netto Cumulativo dei Flussi di Cassa}}{\text{Valore Nominale Totale dei Crediti Cartolarizzati}}$$

grazie a questo indicatore si può misurare la *performance* dell'operazione, confrontandola con le aspettative iniziali, sempre tenendo conto del fattore tempo;

- *DPO Proceeds*: fa riferimento a tutti quegli accordi stragiudiziali per chiudere le posizioni di credito, in Italia è meglio conosciuta come “saldo e stralcio”;
- *Notesales*: si riferisce alla vendita di portafogli di NPLs già creati, sul *secondary market*;
- *OMV: Outstanding Market Value*, è il termine utilizzato per riferirsi al valore attuale dell'insieme di attivi che compongono l'operazione di cartolarizzazione;
- *IPD: Interest Payment Dates*, le date specifiche nelle quali i pagamenti degli interessi devono essere fatti.

In questa prima analisi useremo il GCCR e l'NCCR, che come detto prima ci permetteranno di verificare lo stato di salute delle operazioni



49

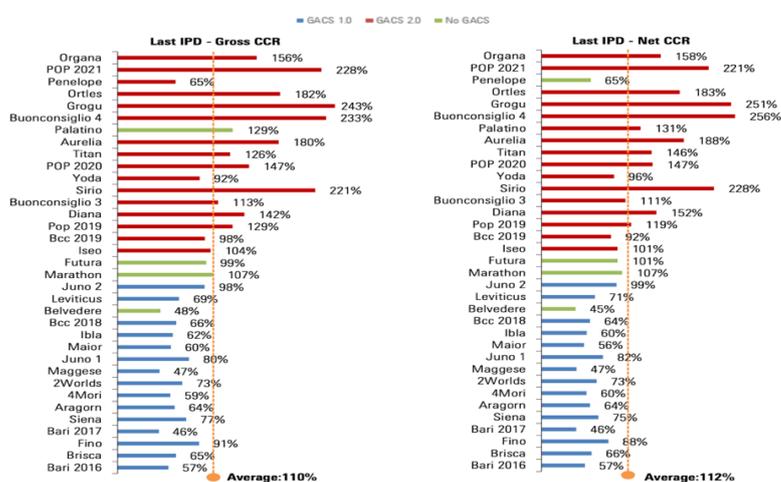
⁴⁹ Grafico 6. DBRS Morningstar.

Possiamo quindi osservare con precisione come ogni operazione si sia svolta o si stia svolgendo. In blu vediamo la percentuale che si riferisce ai crediti recuperati, in rosso invece la parte di crediti ancora da riscuotere;

le operazioni risultano essere molto diverse fra loro, alcune con oltre l'80% dei crediti riscossi⁵⁰, mentre altre risultano essere ancora all'inizio con una riscossione prossima allo 0.⁵¹

In giallo invece possiamo osservare in percentuale quanto del portafoglio cartolarizzato è stato venduto, valori che risultano essere correlati con la quantità di crediti escussi. Più risulta essere efficiente l'operazione, più è alto il valore del portafoglio venduta, significando quindi che più il *servicer* riesce a riscuotere, più il portafoglio risulta appetibile per il mercato.

In parallelo possiamo anche osservare il grafico successivo, che mette a paragone i dati ottenuti calcolando il GCCR e l'NCCR delle operazioni, mettendoli in relazione con l'analisi iniziale dei *servicer*, dandoci quindi un'idea generale sull'andamento dell'operazione, esprimendo a colpo d'occhio se ci si trova sopra o sotto le aspettative rispetto le stime dell'ente.



⁵⁰ Futura

⁵¹ Andor e Pop 23

⁵² Grafico 7. DBRS Morningstar.

Le cartolarizzazioni con GACS 1.0 quindi risultano essere nettamente al disotto delle aspettative, ma vengono bilanciate dalla *performance* attuale delle cartolarizzazioni con GACS 2.0, eccedendo nel complesso le aspettative iniziali dei *servicer*.⁵³

Il risultato più alto del 2% dell'analisi con l'NCCR rispetto a quello con il GCCR è da imputare ai costi di gestione più bassi di quanto stimato, infatti per quanto riguarda le GACS 1.0 erano stati stimati tra il 7.9% e il 6.2% quelli effettivi invece sono risultati fra il 7.6% e il 6.7%;

le GACS 2.0 invece hanno risentito di costi più alti, vista la regolamentazione più stringente, rispetto a quelli previsti, avevano infatti dei costi stimati del 8.2% i risultati invece li attestano al 9.5%.

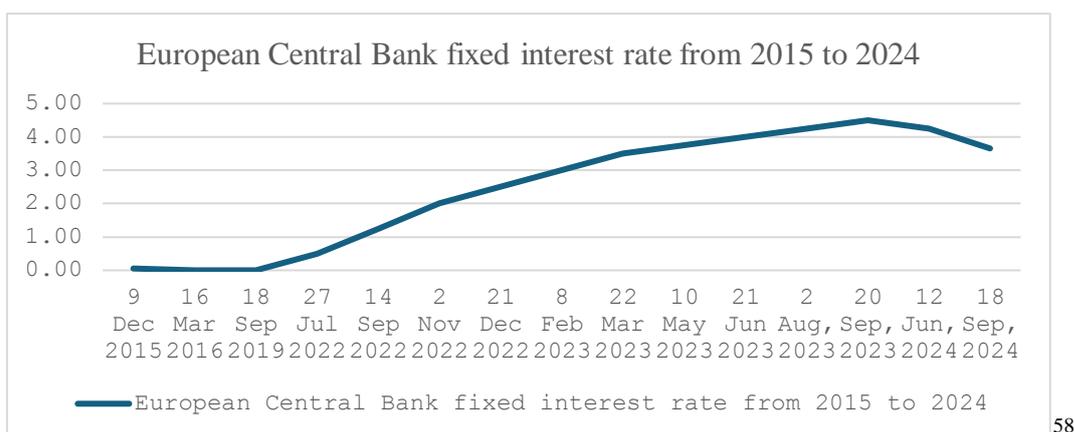
Possiamo ora quindi approfondire la nostra analisi andando a calcolare il CCR e l'NPV, nella tabella successiva inoltre possiamo anche vedere l'ultima data nella quale sono stati eseguiti i pagamenti (IPD).

⁵³ Analizzando con il GCCR, eccedono le previsioni di oltre il 10% (110% sulle aspettative); analizzandole con l'NCCR di oltre il 12% (112%) sulle aspettative, indicando che i costi stimati fossero maggiori rispetto a quelli effettivi.

Transazione	Rating originale tranche senior	Rating tranche senior	GACS	IPD	CCR (%)	NPV Profitability Ratio (%)
Bari 2016	BBBH	CC	GACS 1.0	Dec-23	57	86
Brisca	BBBH	CCC	GACS 1.0	Dec-23	66	104
Bari 2017	BBBL	CC	GACS 1.0	Apr-24	46	89
Aragom	BBBL	CCC	GACS 1.0	Jan-24	64,2	102
4Mori	BBBL	B	GACS 1.0	Jan-24	59,7	109,3
2Worlds	BBBL	CCC	GACS 1.0	Jan-24	82,3	98,6
Maggese	BBBL	CC	GACS 1.0	Jan-24	46,5	87,0
Juno 1	BBBL	BBBL	GACS 1.0	Jan-24	80,2	122,5
Maior	BBBL	CCC	GACS 1.0	Jan-24	57,4	100,5
Ibla	BBBL	BBBH	GACS 1.0	Apr-24	59,9	125,2
Bcc 2018	BBBL	B	GACS 1.0	Jan-24	64,3	88,5
Belvedere	BBBL	CCC	No GACS	Dec-23	Prelios:26.3 Bayview:60.2	Prelios:116.0 Bayview:92.1
Leviticus	BBB	B	GACS 1.0	Jan-24	70,3	92,4
Juno 2	BBBL	BBBL	GACS 1.0	Jan-24	97,7	108,6
Futura	BBB	BBBH	No GACS	Jan-24	99,4	106,0
Iseo	BBB	BB	GACS 2.0	Jan-24	100,9	107,2
Bcc 2019	BBB	BBBL	GACS 2.0	Jan-24	92,1	102,3
Pop 2019	BBB	BBB	GACS 2.0	Jan-24	119,3	118,3
Diana	BBB	BBBH	GACS 2.0	Dec-23	152,2	117,5
Buonconsiglio 3	BBB	BBB	GACS 2.0	Jan-24	111,3	110,3
Sirio	BBB	A	GACS 2.0	Mar-24	228,3	147,0
Yoda	BBB	BBBH	GACS 2.0	Jan-24	96,1	118,6
POP 2020	BBB	BBBH	GACS 2.0	Apr-24	147,1	131,1
Titan	BBB	BBBH	GACS 2.0	Jan-24	148,9	119,8
Aurelia	BBB	BBBH	GACS 2.0	Jan-24	189,0	131,6
Palatino	BBB	BBB	No GACS	Nov-23	131,3	166,3
Buonconsiglio 4	BBB	BBB	GACS 2.0	Jan-24	256,4	126,1
Grogu	BBBH	BBBH	GACS 2.0	Apr-24	251,0	173,0
Ortles	BBB	BBB	GACS 2.0	Apr-24	184,1	127,3
Penelope	AL	AL	GACS 2.0	Mar-24	65,3	103,0
POP 2021	BBB	BBB	GACS 2.0	Apr-24	224,7	135,1
Organa	BBB	BBB	GACS 2.0	Apr-24	157,9	136,9

Vediamo quindi come le GACS 1.0 siano tutte sotto le aspettative se analizzate con il CCR, scontando invece il tempo, analizzandole quindi con l'NPV solamente ⁵⁵, risultano sotto le aspettative; le GACS 2.0 invece hanno performato decisamente meglio, considerando l'analisi con il CCR infatti, solamente due ⁵⁶ risultano essere sotto le previsioni (di poco), mentre scontando il tempo, le *performance* sono tutte estremamente soddisfacenti alcune addirittura 1.5 volte superiori rispetto a quanto preventivato.⁵⁷

La *performance* delle cartolarizzazioni messa a paragone con le previsioni iniziali dei servicer, non può darci un'idea precisa dei loro rendimenti. Le previsioni si basano su due fattori indipendenti: il tempo (di cui si tiene conto nel calcolo dell'NPV), e la previsione dei tassi di interesse; ne va quindi che la performance come espressa dalla tabella sarà influenzata dalla precisione con la quale sono state in principio eseguite queste stime,



58

⁵⁴ Tabella 1. Fonte dati DBRS Morningstar

⁵⁵ Bari 2016, Bari 2017, 2Worlds, Maggese, BCC 2018, Belvedere (Bayview) e Leviticus.

⁵⁶ BCC 2019 e Yoda.

⁵⁷ Palatino e Groggu.

⁵⁸ Grafico 7. Fonte dati Statista.

Nel grafico possiamo vedere l'andamento dei tassi in Europa fra il 2015 e il 2024.

La *performance* quindi sotto le aspettative delle GACS 1.0 può quindi essere ricondotta anche a una previsione dei tassi non esatta, vista l'impennata che hanno subito nel 2020 a causa della pandemia.

Le GACS 2.0 invece hanno goduto di previsioni sui tassi più esatte, rendendole più in linea con le aspettative dei *servicer*.

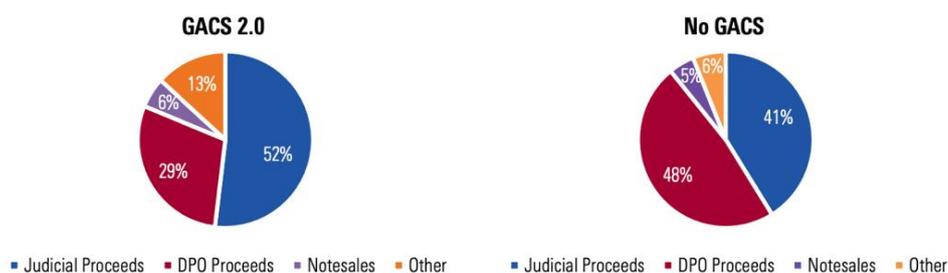
L'approccio principale adottato dai *servicer* per guadagnare dalle cartolarizzazioni è stato piuttosto in linea con quello originariamente preventivato nei *business plan*, ossia l'efficiente recupero dei crediti. Tuttavia possiamo osservare nel Grafico 9, hanno giocato un ruolo molto importante anche le DPO *Proceeds*⁵⁹, infatti le operazioni extragiudiziali di saldo e stralcio sono responsabili per ¼ delle *recovery procedures* nelle GACS 1.0 e il loro valore aumenta ancora con le GACS 2.0, soprattutto grazie alle politiche che hanno favorito questo tipo di transazioni.⁶⁰⁶¹



⁵⁹ Il decreto legge 83/2015 ha infatti reso più agevole il recupero dei crediti incentivando il saldo e stralcio.

⁶⁰ L'aumento è dovuto alla riforma della legge fallimentare (D.Lgs. 14/2019).

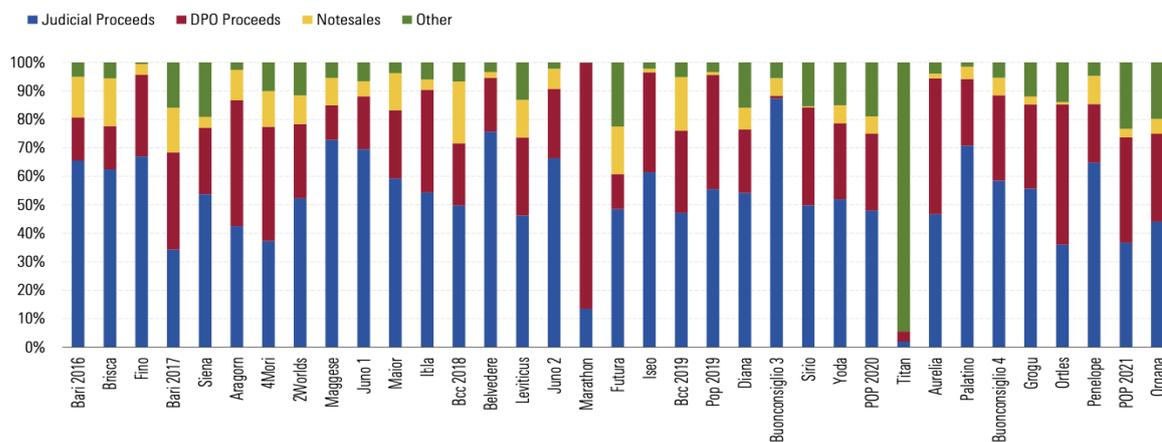
⁶¹ Raggiungono infatti quasi il 30% delle transazioni.



62

Anche le vendite di portafogli (*Notesales*), già composti, sul mercato secondario rappresentano un'ottima fonte di guadagno per i *servicer*. Può succedere che alcuni SPV sentano la necessità di portare le operazioni a termine, prima dell'effettiva conclusione del recupero dei crediti, e, possono quindi procedere a vendere sul mercato i portafogli da loro detenuti; i ricavi da questo tipo di transazioni rappresentano il 7% delle *revenues* per i *servicer*.

Nel grafico successivo possiamo vedere operazione per operazione, come i *servicer* abbiano guadagnato da quest'ultime:



63

⁶² Grafico 8. DBRS Morningstar

⁶³ Grafico 9. DBRS Morningstar

L'analisi delle performance basata sul Gross Cumulative Collection Ratio (GCCR), permette quindi di osservare l'evoluzione nel tempo, influenzata da sviluppi macroeconomici, come la pandemia e microeconomici come le strategie dei servicer per la gestione dei portafogli.

Le operazioni supportate da GACS 1.0 hanno infatti subito un progressivo deterioramento, fenomeno che tuttavia si è stabilizzato nel tempo. Il GCCR medio delle GACS 1.0 ha avuto un deterioramento di circa il 2% dallo scorso anno, deterioramento che subito dopo la pandemia aveva registrato un aumento di quasi il 10% in un anno.⁶⁴

Come già visto, i principali fattori che hanno contribuito ai rendimenti sotto le aspettative è stata l'inaccurata previsione dei tassi d'interesse, data la loro impennata nel 2020, e i ritardi che hanno subito le procedure giudiziarie con la chiusura dei tribunali.

Focalizzandoci invece sulle operazioni supportate dalle GACS 2.0, possiamo affermare che grazie al contesto economico e normativo più stabile, hanno potuto usufruire di previsioni più accurate. Il GCCR medio per le GACS 2.0 ha subito contrazioni rispetto all'anno precedente, indicando un progressivo rallentamento, ma attestandosi pur sempre al di sopra del 100%, continuando quindi a superare le aspettative.

È importante comunque sempre tener conto della sostenibilità a lungo termine di questi risultati, considerando infatti una durata media residua che si attesta a poco meno di 5 anni; 5 anni durante i quali i servicer dovranno continuare a lavorare con lo stesso ritmo, altrimenti si incorrerebbe in una progressiva deteriorazione dei titoli.

Il confronto tra le GACS 1.0 e le GACS 2.0, mette in luce che per quanto simili si tratta di due generazioni di operazioni e come la performance sia delle une che delle altre sia dipesa da contesti economici e finanziari molto diversi.

⁶⁴ Dal 69,6% dello scorso anno al 67,6% di quest'anno; durante la pandemia si è passati da un GCCR che si attestava all'incirca all'83% per poi scendere fino al 74,8%

CONCLUSIONI

Le GACS introdotte per risolvere il problema degli NPL, che hanno afflitto i bilanci delle banche a seguito della crisi finanziaria globale e della crisi greca, sono state concepite per incentivarne la cartolarizzazione, proponendo di supportare le tranche senior con una garanzia statale, rendendo il prodotto più appetibile per gli investitori, appetibile nel senso che la platea di investitori aumenta radicalmente, non ci si rivolge più solo a fondi speculativi che possono gestire rischi più alti ma anche a banche e assicurazioni che anziché il solito 8%, possono accantonare dall'2% allo 0%⁶⁵, possono quindi “bloccare” meno denaro rimanendo più liquide, investendo nelle tranche senior, rendendo il titolo senior con GACS alla stregua di un titolo di stato; facendo dell'Italia quindi il mercato più attivo per gli NPL in Europa⁶⁶.

Nonostante l'impatto positivo, ad una valutazione critica non si può affermare che le GACS siano state la soluzione per risolvere il problema dei crediti deteriorati.

Hanno effettivamente permesso agli intermediari di ripulire i loro bilanci, segnando un grande traguardo, il raggiungimento del rapporto NPL/Attivi nei bilanci delle banche nei limiti dell'Unione Europea, migliorando sensibilmente la loro solidità patrimoniale.

Tuttavia, molti intermediari hanno dovuto ricorrere ad aumenti di capitale, che possono essere visti e sono stati costi o difficoltà, in alcuni casi addirittura il motivo di fallimento della banca, come abbiamo visto; questi AuCap erano in ogni caso inevitabili, se non

⁶⁵ I titoli coperti da GACS soddisfano i criteri di rating (investment grade) stabiliti da Basilea III per loro natura, necessitano quindi di accantonamenti minimi o addirittura nulli, ponendoli sullo stesso piano di un investimento in titoli di stato. Al contrario se i titoli non fossero garantiti come nelle tranche mezzanine e junior, la banca si ritroverebbe a dover accantonare fino al 100% del valore nominale a seconda del rischio di default dell'investimento.

⁶⁶ “The Non-Performing Exposure (NPE) Italian market remains the largest and the most active in Europe”, Societe Generale, Riccardo Serrini.

fosse stata la cessione di crediti, infatti, sarebbero stati necessari per compensare le perdite derivate dall'ulteriore deteriorazione dei crediti e per l'adeguazione alle sempre più stringenti normative Europee.

Sia le banche coinvolte che gli esperti del settore convengono infatti che gli aumenti di capitale siano stati una conseguenza necessaria⁶⁷, un sacrificio a breve termine per rendere più solidi i bilanci delle banche.

Nonostante l'indiscutibile beneficio che le GACS hanno apportato⁶⁸, la loro efficacia nel risolvere il problema dei crediti deteriorati non può essere considerata completa; sono state uno strumento che ha affrontato il sintomo, senza mai intervenire direttamente sulle cause che ci sono alla base dell'accumulo di NPLs.

Hanno quindi offerto una soluzione temporanea, una “boccata d'aria” al sistema bancario, ma non sufficiente per garantire che gli NPL non si accumulino di nuovo in futuro.

Va anche analizzato l'aspetto della gestione operativa degli NPL dopo la cartolarizzazione. Le performance delle operazioni di recupero che si sono dimostrate variabili, sono dovute per gran parte dalla qualità della gestione dei *servicer*⁶⁹, come osservato nella fase iniziale (GACS 1.0). Il monitoraggio delle loro attività era piuttosto limitato, con la conseguenza che alcune operazioni hanno registrato performance sotto le aspettative. Con il rinnovo del quadro giuridico e l'introduzione delle GACS 2.0, il

⁶⁷ Banca d'Italia vedeva queste operazioni come un sacrificio temporaneo per stabilizzare il sistema bancario.

⁶⁸ Stefano Capiello descrive le GACS come: «*un acceleratore fondamentale per il mercato secondario*»

⁶⁹ Giuseppe Siani, L'evoluzione del mercato del credito e le priorità della Vigilanza,” il coinvolgimento di operatori specializzati sia coerente con la sostanza economica dell'operazione sottostante, piuttosto che riconducibili unicamente a motivazioni opportunistiche volte a conseguire processi di ottimizzazione delle attività di rischio tra diversi comparti del sistema finanziario.”

controllo sui *servicer* più rigoroso ha portato ad un miglioramento del tasso di recupero, gestione che tuttavia è stata affrontata dagli enti veicolo, non portando, effettivamente, ad un miglioramento dei meccanismi gestionali delle banche.

Ci si è solamente limitati a spostare, dietro compenso, il rischio di credito dagli intermediari agli enti veicolo e agli investitori, senza obbligare in alcun modo le banche a rivedere le proprie politiche di gestione, non prevenendo in alcun modo la formazione di nuovi NPL.

Il contesto economico post-pandemia ha rappresentato un *benchmark* importante, sollevando ulteriori dubbi in merito alla sostenibilità delle GACS nel lungo periodo. Il sistema bancario ha subito nuove pressioni e nuovi aumenti dei crediti deteriorati soprattutto nei settori più colpiti dalla recessione. Dimostrando come le GACS siano uno strumento efficace nel breve periodo ma non l'unico per una risoluzione duratura del problema degli NPL.

È dunque necessario un approccio più strutturale, che includa una rivoluzione nella gestione del credito e una regolamentazione più rigorosa.

Si può quindi affermare che le cartolarizzazioni supportate dalle GACS siano state uno strumento efficace nel ridurre rapidamente il carico di NPL, e che la loro gestione sia stata seppur con alti e bassi del tutto soddisfacente, non è mai, infatti, stata escussa, su nessuna operazione la garanzia. Tuttavia, la loro efficacia a lungo termine è minata dal fatto che non pongono le basi per risolvere i problemi strutturali che portano all'accumulo di NPL.

Inoltre, le perdite registrate da alcune banche, vista la vendita a sconto dei crediti, hanno evidenziato come le GACS non siano uno strumento adatto ad ogni tipo di situazione, ma utilizzabile qualora le condizioni siano favorevoli.

Rispondendo quindi alla domanda che ci siamo posti all'inizio di questo elaborato, le GACS hanno rappresentato una risposta importante, ma non definitiva, al problema degli NPL.

BIBLIOGRAFIA

1. Acharya, V. V., & Richardson, M. (2009). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Wiley.
2. Altman, E. I., Resti, A., & Sironi, A. (2004). *Default Recovery Rates in Credit Risk Modeling: A Review of the Literature and Empirical Evidence*. Economic Notes.
3. Ammann, M. (2001). *Credit Risk Valuation: Methods, Models, and Applications*.
4. Banca d'Italia. (2013). *Relazione Annuale Banca D'Italia 2012 Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, Roma, 31 maggio 2013*.
5. Banca d'Italia. (2016). *GACS - Il Meccanismo di Garanzia per la Cartolarizzazione delle Sofferenze*.
6. Banca d'Italia. (2019). *Relazione Annuale 2018*.
7. Beber, A., Brandt, M. W., & Kavajecz, K. A. (2006). *The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe Haven, Credit Rating Agencies, and the Spread of the Fever from Greece, Ireland, and Portugal*.
8. Beck, Jakubik e Piliu (2015), Key Determinants of Non-Performing Loans: New Evidence from a Global Sample.
9. Benmelech, E., & Dlugosz, J. (2009). *The Alchemy of CDO Credit Ratings*. Journal of Monetary Economics.
10. Blundell-Wignall, A., & Slovik, P. *The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures*.
11. Caselli, S., & Gatti, S. (2005). *Structured Finance: Techniques, Products and Market*. Springer International Publishing.
12. Caselli, S., & Gatti, S. (2017). *The alchemy of securitization: Evolution and perspectives*. In *Structured Finance*.
13. Comuzzi, P., Tasca, R., & Zambelli, S. (2005). *The Asset Securitization Activity in Italy: Current and Future Trends in Structured Finance: Techniques, Products and Market*, a cura di S. Caselli e S. Gatti. Springer International Publishing.
14. Davidson, A., Sanders, A., Wolff, L.-L., & Ching, A. (2003). *Securitization: Structuring and Investment Analysis*.
15. DECRETO-LEGGE 14 febbraio 2016.
16. Decreto 3 Agosto 2016.

17. DeServigny, A., & Renault, O. (2004). *The Standard & Poor's Guide to Measuring and Managing Credit Risk*. McGraw-Hill.
18. European Central Bank (ECB). (2016). *Financial Stability Review*.
19. Fabozzi, F. J., & Kothari, V. (2007). *Securitization: The Financial Instrument of the Future*. Wiley.
20. Gatti, S. (2018). *Project Finance in Theory and Practice: Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*. Academic Press.
21. Golinelli, R., & Rovelli, R. (2020). *Italian Banks and the Role of GACS in NPL Resolution*. *Economia Politica*.
22. G.U., Serie Generale n. 87 del 14 aprile 2016.
23. Hull, J. C. *Risk Management and Financial Institutions*.
24. Italia. (1999). *LEGGE 30 aprile 1999, n. 130*.
25. Italia. (2001). *L. 23 novembre 2001, n. 410 e l. 27 dicembre 2002, n. 289*.
26. Jobst, A. A. (2007). *Special Purpose Vehicles (SPVs) and Securitization*. International Monetary Fund Working Papers.
27. Leland, H. E. (1994). *Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure*. *The Journal of Finance*.
28. Longstaff, F. A., & Rajan, A. (2008). *An Empirical Analysis of the Pricing of Collateralized Debt Obligations*. *The Journal of Finance*.
29. Morningstar. (2024). *Italian NPL Securitisations Performance – Q1 2024 Update*.
30. Na'im, A. (2006). *Special Purpose Vehicle Institutions: Their Business Natures and Accounting Implications*.
31. O'Kane, D. (2008). *Modelling Single-name and Multi-name Credit Derivatives*.
32. Panetta, F., Angelini, P., & Grande, G. (2016). *The Impact of GACS on Italian Banks' NPLs: A Quantitative Analysis*. Banca d'Italia Occasional Papers.
33. Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2017). *REGOLAMENTO (UE) 2017/2402 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 12 dicembre 2017*.
34. Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. (2022). *RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO, Bruxelles, 10.10.2022*.

35. Societe Generale, Riccardo Serrini.
36. Tavakoli, J. M. (2003). *Collateralized Debt Obligations & Structured Finance: New Developments in Cash & Synthetic Securitization*. Wiley.
37. Wyman, O. (2013). *Risk Management in Financial Institutions: Lessons Learned from the Financial Crisis*. Oliver Wyman Report.
38. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2023/SIANI_20.06.2023.pdf

SITOGRAFIA

1. <https://iusletter.com/dalla-redazione/crisi-restructuring-e-utp/utp/lallarme-di-bankitalia-sulle-gacs-lo-stato-rischia-di-dover-pagare/>
2. https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg18/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/001/498/DOCUMENTO_DOTTO_R_MARESCA.pdf
3. <https://www.dirittobancario.it/art/gacs-garanzia-cartolarizzazione-sofferenze-lo-schema-di-garanzia-statale-italiano-i-titoli-senior/>
4. https://www.dirittobancaemercatifinanziari.it/wp-content/uploads/2019/03/3_La-garanzia-dello-Stato-per-le-operazioni-di-cartolarizzazione.pdf
5. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/02.03.2020-npls/index.html>
6. https://www.corriere.it/economia/finanza/24_giugno_03/conti-pubblici-il-rischio-delle-gacs-che-cosa-sono-e-perche-possono-aggravare-il-bilancio-dello-stato-fcf6117c-c769-4e71-9ccb-ca8f485f3x1k.shtml
7. <https://www.creditnews.it/crediti-clima-positivo-governo-pronto-gacs/>
8. <https://www.milano finanza.it/news/ricordate-gli-npl-attenzione-qui-rischia-di-doverli-pagare-lo-stato-ecco-perche-l-allarme-di-bankitalia-202405032118546678>
9. <https://advisoronline.it/risparmio-gestito/risparmio-gestito/npl-fine-del-banchetto-il-caso-aragorn?r=1>
10. <https://www.dirittobancario.it/art/gacs-garanzia-cartolarizzazione-sofferenze-italian-state-guarantee-scheme-senior-tranches-npls-abs/>
11. <https://www.simplybiz.eu/bancaditalia-tassi-recupero-sofferenze-in-aumento-nel-2022/>
12. <https://www.dirittobancario.it/art/garanzia-sulla-cartolarizzazione-delle-sofferenze-gacs-dal-dl-182016-al-dm-3-agosto-2016/>
13. <https://www.milano finanza.it/news/npl-per-le-banche-italiane-mai-cosi-poche-cessioni-ma-sul-mercato-ci-sono-ancora-oltre-300-miliardi-da-202407291849038788>
14. https://www.repubblica.it/economia/2024/07/15/news/prestiti_garanzia_stato_m_cc_fondo_pmi_riforma_bitonci-423392329/

15. <https://www.pressreader.com/italy/la-verita790G/20240710/281852943786785?srsId=AfmBOoq5wH9kLunNmRdx1d4K9yE9N-QaopfaMq0MoumCmCL9Gz8fKp7>
16. <https://www.milanofinanza.it/news/ecco-perche-lo-stato-italiano-rischia-sulle-gacs-quasi-tutte-le-operazioni-pre-covid-hanno-tagliato-le-202405131927071685>
17. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2020/Franco_Giornata_del_Credito_05112020.pdf
18. <https://www.pwc.com/it/it/publications/npl-market.html>
19. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2019/07/GACS-crediti-deteriorati.pdf>
20. <https://www.bebankers.it/credito-bancario-ai-privati-ey-in-calo-ma-crescera-nel-2024-italia-a-rischio-npl-per-i-troppi-mutui-a-tasso-variabile/>
21. <https://dbrs.morningstar.com/research/432484/italian-npl-securitisations-performance-q1-2024-update>
22. <https://dbrs.morningstar.com/research/289862/dbrs-italian-guarantee-scheme-for-npls-adds-pressure-for-balance-sheet-clean-up>
23. <https://bebeez.it/npl/npl-cartolarizzazioni-a-meta-del-guado-il-48-dei-business-plan-ancora-da-implementare-lo-calcola-dbrs-morningstar/>
24. <https://dbrs.morningstar.com/research/433128/italian-npl-securitisations-transaction-structures>
25. <https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases-price-sensitive/2017/unicredit--sottoscritto-interamente-laumento-di-capitale-in-opzi.html>
26. <https://www.gruppomps.it/investor-relations/piano-industriale/piani-industriali-e-aumenti-capitale.html>
27. [https://www.bdmbanca.it/content/dam/bpb/Assemblea_Soci_2020/Relazione%20illustrativa%20ai%20sensi%20dell%E2%80%99art.%202441%20\(esclusione%20del%20diritto%20di%20opzione\).pdf](https://www.bdmbanca.it/content/dam/bpb/Assemblea_Soci_2020/Relazione%20illustrativa%20ai%20sensi%20dell%E2%80%99art.%202441%20(esclusione%20del%20diritto%20di%20opzione).pdf)
28. <https://group.bper.it/-/comunicato-7-novembre-20-1>
29. <https://www.bluerating.com/banche-e-reti/49375/popolare-vicenza-consob-aumento-capitale>

30. <https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/aumento-banca-carige-caratteristiche>
31. <https://www.soldionline.it/tag/aumento-capitale-creval/>
32. <https://finanza.lastampa.it/News/2019/06/04/bper-il-4-luglio+assemblea-su-aumento+capitale-fino-a-171-7-milioni+riservato-a-fondazione-di-sardegna/MjVfMjAxOS0wNi0wNF9UTEI>
33. <https://www.startmag.it/fintech/banco-bpm-creval-popolare-sondrio-e-non-solo-chi-uscira-da-nexi-che-fara-cassa-borsa-debito/>

Codice R

```
### Operazioni preliminari =====
```

```
# Data e ora (locale)
```

```
Sys.time()
```

```
# Salvo le impostazioni plot di default
```

```
old.par <- par(no.readonly = TRUE)
```

```
# par(old.par) # per ripristinare le impostazioni di default
```

```
# Imposto la working directory
```

```
setwd("/Users/clauiottomano/Desktop")
```

```
# Imposto il seed
```

```
set.seed(123)
```

```
# Librerie
```

```
library(AER)
```

```
library(lmtest)
```

```
library(sandwich)
```

```
library(lubridate)
```

```
library(stargazer)
```

```
library(tidyverse)
```

```
library(readxl)
```

```
library(DescTools)
```

```
df <- read_excel("Analisi 2.xlsx", range = "Sheet1!A1:E10")
```

```
colnames(df) <- c("BANCA", "DATA AUCAP", "AUCAP", "DATA CESS",  
"NPL")
```

```
# REGRESSIONE
```

```
r1 <- lm(df$AUCAP ~ df$NPL)
```

```
summary(r1)
```

```
tab <- stargazer(r1, type = "html", covariate.labels = c("NPL Ceduti",  
"Intercept"),
```

```
  dep.var.labels = c("AUCAP"), title = "CORRELAZIONE TRA NPL  
CEDUTI E AUCAP",
```

```
  out = "tab_aucap.html")
```

```
p = ggplot(df, aes(NPL, AUCAP))
```

```
(g = p + theme_classic() + labs(x = "AUCAP Cumulati", y = "NPL Ceduti") +  
geom_point() +
```

```
  geom_smooth(method = lm, col = "black", size = .5))
```