LUISS

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Le strategie di gestione degli NPLs e l'impatto dei fondi di Turnaround

Prof. Daniele Previtali
RELATORE

Matr. 219641 - Simone La Rocca
CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

Indice

Introduzione 3

Capitolo 1 - Non-performing loans e Unlikely to pay: descrizione dei fenomeni, cause ed effetti sul sistema bancario, teorie sulla gestione ottimale 5

1.1 Descrizione e classificazione dei *non-performing loans* e degli *Unlikely to pay* 5

1.2 Cause ed effetti dell'aumento dei NPL sul sistema economico e finanziario 9

1.3 La situazione recente in Italia: caratteristiche e tendenze in atto 15

1.4 La situazione recente in Italia: motivazioni e conseguenze 18

1.5 La gestione ottimale di NPL e UTP in Italia, il ruolo della vigilanza bancaria 23

Capitolo 2 – I modelli "classici" di gestione dei crediti deteriorati, l'importanza della cartolarizzazione 29

2.1 Ruoli, condizioni regolamentari e vantaggi/svantaggi della *forbearance* 30

2.2 La cartolarizzazione: struttura e importanza nella gestione delle NPE 33

2.3 Il ruolo della GACS nel mercato italiano delle cartolarizzazioni 43

2.4 Limiti e criticità irrisolvibili della cartolarizzazione, impatto nel contesto italiano 47

Capitolo 3 - I fondi di *Turnaround*: un modello di gestione alternativa da poter sfruttare per gli Unlikely to pay 51

3.1 Vantaggi potenziali della gestione intermedia nei fondi di ristrutturazione rispetto alla situazione attuale di NPL e UtP 52

3.2 Il ruolo del legislatore sulla possibile struttura del fondo 57

3.3 Il modello: struttura, efficienza e prospettive 63

Conclusioni 71

Bibliografia 72

Introduzione

L'attività bancaria tradizionale è fortemente incentrata, dal lato delle attività, sull'emissione di prestiti. La capacità e l'efficacia con cui le banche concedono finanziamenti a soggetti esterni come le famiglie e le imprese sono tra gli aspetti più importanti nelle economie di mercato. I finanziamenti consentono ai prenditori di reperire i fondi necessari agli ingenti investimenti necessari: acquisto di beni immobiliari, acquisto dei macchinari industriali, ottenimento della liquidità per far fronte ad oneri di breve termine e così via dicendo. Naturalmente, non tutti i soggetti che ricevono fondi dalle istituzioni bancarie riescono a far fronte agli oneri di rimborso e remunerazione successivi, neanche nei periodi economicamente più prosperi trainati da uno sviluppo continuo. Di queste "frizioni" nell'industria dei finanziamenti le banche stesse ne sono consapevoli e proprio nell'ottica di ridurle costituiscono spesso dei veri e propri rami d'azienda che si occupano esclusivamente della selezione e del successivo monitoraggio delle condizioni creditizie dei loro debitori.

Il problema, sia per gli intermediari finanziari che per l'economia reale, sorge non quando vi sono prestiti che non vengono restituiti ("crediti deteriorati"), poiché ciò risulta essere inevitabile in minima parte, bensì quando una parte consistente delle imprese e delle famiglie non riescono strutturalmente a far fronte ai pagamenti da loro dovuti. Se i crediti deteriorati iniziano ad essere troppi per numero e volume monetario, l'attività bancaria tradizionale viene messa in pericolo perché gli intermediari si trovano nella situazione di dover innanzitutto concentrarsi su canali alternativi (con rischi minori) di allocazione delle risorse proprie, ma anche e soprattutto di dover intraprendere delle azioni per gestire le masse di crediti i cui *cash flows* in principio da ricevere non sono stati ricevuti. In un contesto simile, a subirne gli svantaggi sono tutti gli agenti economici: -le banche, non potendo focalizzare le proprie attività su impieghi ottimali e conseguendo perdite di bilancio; -le imprese, non riuscendo ad ottenere più con una certa facilità le risorse monetarie necessarie all'avviamento e il funzionamento operativo; -le famiglie, non potendo più acquistare la proprietà di asset immobiliari e perciò vedendo la propria ricchezza individuale assottigliarsi sempre di più.

Nella storia economico-finanziaria recente, più o meno coincidente con gli ultimi quarant'anni, i crediti deteriorati non sono stati uno dei problemi principali per lungo tempo. Tra il 2006 e il 2014, ad intervalli irregolari e in misure molto differenti tra le varie nazioni, la situazione si è ribaltata e

l'entità dei prestiti di diversa natura con esiti negativi è cresciuta a dismisura in quasi tutte le economie occidentali. L'Italia non è stata un'eccezione. Al contrario, il nostro paese ha visto nel giro di poco più di un lustro il volume di crediti deteriorati totali sestuplicare, raggiungendo livelli mai vissuti in precedenza se non nelle drammaticità dei due dopoguerra. Tutto questo ha comprensibilmente portato gli ambienti in connessione con il mondo finanziario ad affacciarsi al problema con maggiore interesse e spirito di innovazione al fine di trovare delle soluzioni più o meno concretamente fattibili in tempi più o meno brevi: la regolamentazione, la giurisprudenza, il settore bancario in senso stretto, la ricerca accademica hanno fatto numerosi passi avanti nell'analisi e nelle ipotesi di fondo sulla dinamica dei crediti deteriorati.

Il dato di partenza per comprendere gli obiettivi dell'elaborato è il seguente: nonostante la tendenza, in Europa e in Italia, sia in miglioramento da circa quattro/cinque anni, soprattutto nel nostro paese la situazione complessiva è ancora negativa, le azioni messe in atto dagli istituti bancari sub-ottimali e la regolamentazione (sia comunitaria che nazionale) non ancora esaustiva, talvolta persino ostacolante. Per queste ragioni, la tesi si propone di analizzare a fondo i motivi per i quali i crediti non performanti costituiscano un problema per l'intera economia nazionale e presentare alcuni spunti puramente teorici riguardanti scelte gestionali che potrebbero fare il caso dell'Italia nel capitolo iniziale. Nel successivo, l'attenzione viene rivolta ai fatti concreti: quali sono, a grandi linee, le opzioni di gestione dei crediti deteriorati messe solitamente in atto dagli istituti bancari, descrivendone vantaggi e svantaggi e cercando di dimostrare in maniera efficace come e perché nessuna tra esse riesca a risolvere definitivamente il problema. L'analisi si conclude nel capitolo finale proponendo un modello alternativo che presenti caratteristiche "ibride" delle tipologie di gestione analizzate in precedenza e allo stesso tempo minimizzi i costi, monetari e sistemici, annessi a qualsiasi operazione. L'obiettivo finale è dimostrare l'importanza potenziale della gestione collettiva dei crediti suddetti attraverso fondi d'investimento alternativi co-partecipati da più banche e più investitori, una possibile alternativa che finora non è ancora stata realizzata in maniera puntuale.

Capitolo primo – Non-performing loans e Unlikely to pay: descrizione dei fenomeni, cause ed effetti sul sistema bancario, teorie sulla gestione ottimale

Premessa

L'obiettivo principale di questo capitolo iniziale è consentire l'acquisizione di un quadro generale abbastanza completo sull'argomento alla base dell'elaborato: i crediti deteriorati, e in particolare all'interno di essi le cosiddette "inadempienze probabili". La prima parte del capitolo descriverà in maniera puntuale le fattispecie e le sotto-classificazioni di tale tipologia di crediti che le prassi legislativa e contabile attualmente delineano. In seguito, verranno analizzate le cause che portano alla formazione di un'elevata esposizione bancaria nei confronti dei crediti deteriorati e successivamente gli effetti che ne derivano, sia per il rischio idiosincratico delle singole istituzioni bancarie che per quello sistemico del settore. La seconda parte del capitolo si concentrerà inizialmente sulla situazione in Italia, con un particolare occhio di riguardo nei confronti di controversie attuali che rendono la gestione dei crediti non performanti lontana dall'essere ottimale nel nostro paese. Nell'ultimo paragrafo, infine, si cercherà di definire un orizzonte nel quale sono inseriti i diversi approcci alla gestione, la cui analisi più esaustiva e dettagliata è rimandata ai capitoli successivi.

1.1 – Descrizione e classificazione dei non-performing loans e degli unlikely to pay

Con il termine "crediti deteriorati", o *non-performing loans* (NPL) si fa riferimento ad un'ampia tipologia di crediti originati ed erogati dalle istituzioni bancarie a diversi soggetti, principalmente imprese e famiglie, il cui stato di adempimento varia molto a seconda dei casi specifici ma tendenzialmente è più improbabile che probabile. Stando alla definizione della Banca d'Italia (1), un credito deteriorato è "un'esposizione verso soggetti che, a causa di un peggioramento della loro situazione economica e finanziaria, non sono in grado di adempiere in tutto o in parte alle proprie obbligazioni contrattuali". A ben vedere appare chiaro come questa situazione di fatto derivi da una condizione assolutamente negativa del patrimonio dei debitori, e che da essa ne consegua l'incapacità degli stessi di adempiere ai pagamenti dovuti. Da questa affermazione si può intuire,

come verrà dimostrato più volte in seguito, che la dinamica dell'aumento dei crediti deteriorati dipenda nelle fasi iniziali dalle condizioni generali dell'economia nel suo complesso. Non sorprende affatto perciò che l'Italia, sia durante che negli anni a seguire la Grande Recessione del 2008-09, sia stata (ed è tuttora) in termini assoluti la nazione dell'Unione Europea maggiormente colpita dall'aumento delle esposizioni *non-performing* nel sistema bancario: la Grande Recessione prima e la crisi dei debiti sovrani poi, hanno reso l'intero settore dei prestiti bancari inefficiente e difficilmente sostenibile nel medio-lungo periodo senza un mutamento di approccio al sistema e alla gestione dei rischi interni alle banche italiane, ma anche a quelle di realtà nazionali più efficienti come Francia e Germania. Dall'altro lato della medaglia, la capacità dei clienti di adempiere ai debiti contratti si è ridotta in misura notevolmente maggiore alla riduzione dell'erogazione di prestiti intrinseca al comparto bancario nei periodi recessivi. Questo duplice peggioramento delle condizioni necessarie affinché il ciclo del credito funzioni correttamente in un'economia di mercato ha costretto il settore della vigilanza bancaria, il legislatore sia comunitario che nazionale e la giurisprudenza contabile ad operare una classificazione esaustiva dei NPL.

I crediti deteriorati sono quindi classificati in (2):

- "Sofferenze" (*bad loans)*, esposizioni verso soggetti che si trovano in una situazione, sia *de jure* che *de facto*, d'insolvenza;
- "Inadempienze probabili" (*Unlikely-to-pay*), tipologia sulla quale mi soffermerò principalmente nel corso dell'elaborato, trattasi di esposizioni valutate di adempienza integrale improbabile dall'istituto bancario senza ricorrere ad azioni giudiziali di ogni tipo (es. l'escussione delle garanzie o l'accordo di ristrutturazione dei debiti);
- "Esposizioni scadute e/o sconfinanti", diverse da sofferenze e UTP, le quali eccedono i limiti di affidamento consentiti dalla regolamentazione bancaria.

Due considerazioni necessarie: -di solito, a rappresentare la maggior parte dei NPL presenti nei bilanci bancari è la prima tipologia elencata, le sofferenze. Nel resto d'Europa continua ad essere così stando ai dati più recenti, mentre in Italia nel 2019 si è arrivati ad una situazione particolare di *crossover* nella quale la quantità di crediti deteriorati classificati come UtP ha praticamente raggiunto quella dei classificati come *bad loans*; -nella prassi finanziaria e bancaria internazionale, a volte si utilizza per sineddoche il termine *non-performing loans* al posto di *bad loans*

(sofferenze), mentre viene effettuata una macro-classificazione degli NPL con il termine *non-performing exposures (NPE)*. La prima considerazione è necessaria perché il dato riflette una tendenza del sistema non trascurabile quando si tenta di affrontare il tema dei crediti deteriorati, oltre ad essere il fatto di partenza che ha spinto il sottoscritto a trattare l'argomento. La seconda, invece, riflette un diverso modo d'intendere concettualmente tale classificazione, spiegata perfettamente nel documento di linee guida alle banche sulla gestione degli NPL che la Banca Centrale Europea (BCE) ha pubblicato ormai tre anni fa. In questo documento (3) si fa riferimento a due criteri di classificazione dei NPL: il criterio *"past-due"* e quello *Unlikely-to-pay.* Secondo la BCE, le banche devono classificare i crediti come NPE allorché i crediti in questione soddisfino uno o entrambi i criteri:

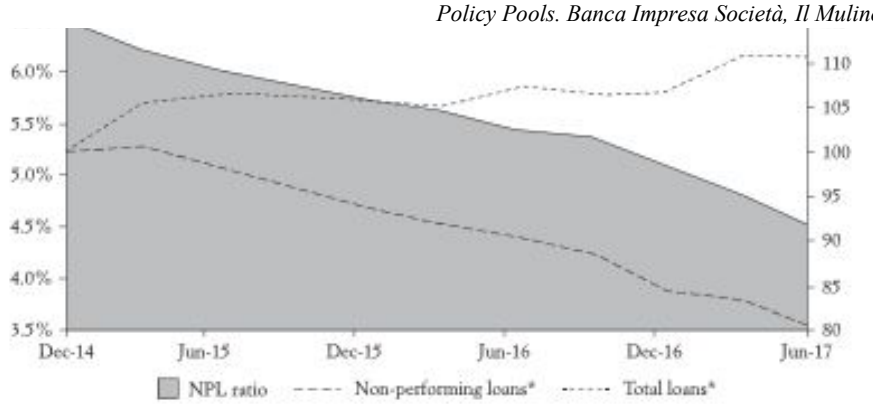
- Il criterio *past-due* è basato sulla quantificazione del ritardo nel pagamento, con il limite fissato generalmente a 90 giorni. Quando tale limite è superato, il credito va classificato come NPL o, come avviene in Italia, all'interno dei *bad loans*;
- Il criterio *UtP* invece si basa su un'analisi più qualitativa della situazione debitoria, concentrata su molteplici "eventi" i quali, al verificarsi, comportano l'iscrizione in bilancio del singolo credito classificato come UtP indipendentemente dal tempo trascorso dall'ultima obbligazione periodica. Tali eventi sono talvolta predefiniti nei casi più inequivocabili di insolvenza o probabile insolvenza (es. istanza di fallimento, bancarotta fraudolenta, declassamento del rating del debitore, ecc.), ma possono (e dovrebbero, stando alle raccomandazioni degli organi di vigilanza e delle organizzazioni contabili internazionali) essere costituiti da fattispecie considerate segnalatrici all'interno dell'apparato di *risk management* dell'istituto bancario.

I due criteri non sono affatto complementari: potrebbe accadere per esempio che un debitore sia tecnicamente fallito ma non abbia adempiuto alle proprie obbligazioni solamente da qualche giorno o, al contrario, che non abbia adempiuto da oltre 90 giorni ma sia da considerare a tutti gli effetti ancora solvente. Per ovviare a questo problema, la Banca d'Italia ha quindi recepito le linee guida della BCE (2) preferendo il criterio *Unlikely-to-pay* a quello *past-due* e obbligando gli istituti soggetti alla vigilanza nazionale (ne sono esclusi di fatto i grandi gruppi bancari e quindi oltre il 60% del settore italiano) a classificare i crediti deteriorati secondo un criterio più qualitativo. Per

tale ragione, mi riferirò d'ora in poi alle sottocategorie e alla categoria principale con i termini preferiti dal legislatore nostrano.

Negli ultimi anni la tendenza comune a quasi tutte le economie europee in materia di NPL è stata quella di concentrarsi sulla diminuzione dello stock in modo da diminuire la necessità di coprire le esposizioni con gli accantonamenti richiesti (4). Allo stesso tempo, era fondamentale liberare spazio negli attivi di bilancio in modo da poter aumentare la quantità di prestiti erogati per far ripartire un *credit cycle* che, soprattutto nei paesi in cui la recessione ha assunto quasi le caratteristiche di una depressione come l'Italia, alla metà del decennio 2010-2019 appariva tristemente stagnante.

Figura 1: andamento NPL ratio nelle principali banche dell'Unione Europea (2014-metà2017); Fonte: Resti A. (2019). Non-Performing Loans in the European Union. State of Art and Possible Policy Pools. Banca Impresa Società, Il Mulino



[NPL_r = totale NPL a lordo delle garanzie/totale crediti erogati]

Come dimostra il grafico, elaborato da A.Resti, una volta raggiunto il picco di *NPL ratio* a fine 2014/inizio 2015 (6,5%), nell'Unione Europea si è giunti a metà 2017 al 4,5%, con le stime più recenti di fine 2019 che prevedono uno stock pari al 3,4%. Il problema principale rimane il confronto con il 2008: se nella maggior parte degli stati membri la situazione è ormai simile a quella precedente alla crisi, nei paesi dell'Europa dell'Est e i cd. "PIIGS" il livello rimane tuttora superiore. In Italia si è passati nel periodo in questione dal picco del primo trimestre 2015 di circa il 17% ad un valore accertato due anni dopo del 12%, e si calcolava che alla fine del 2019 fosse ormai tendente alla soglia del 7%, comunque superiore alla situazione precedente alla Grande Recessione che vedeva il Belpaese avere un rapport pari a circa il 4-5%. Se aggiungiamo a tale dato quello positivo sulla copertura dei crediti deteriorati, che è passata dal 43% a una cifra prossima al 55% in un lustro, appare evidente come la tendenza sia comunque positiva ma ancora

non pienamente incoraggiante, specie considerando gli effetti sicuramente negativi del terribile imprevisto della pandemia nella quale ci troviamo negli ultimi tempi.

1.2 – Cause ed effetti dell'aumento dei NPL sul sistema economico e finanziario

Un aumento considerevole dei crediti non performanti all'interno dei bilanci bancari viene considerato molto spesso indicatore di un sistema disfunzionale delle dinamiche creditizie nel loro complesso. Storicamente, nelle economie di mercato sviluppate da un punto di vista finanziario il credito ha assunto un ruolo principale all'interno del settore dell'intermediazione e della distribuzione dei capitali. Mentre nei paesi anglosassoni (principalmente USA e Regno Unito) il sistema è stato assorbito in misura maggiore dai mercati - molto sviluppati - in Giappone e in gran parte del resto d'Europa sono state le banche a svolgere il ruolo di *key drivers,* ponendo perciò l'intermediazione creditizia al centro del funzionamento dell'intero sistema. Senza focalizzarsi sulle differenze tra i due sistemi (*bank-oriented; market-oriented*), ciò che interessa nella trattazione è tenere ben presente che in Europa la principale fonte di finanziamento, sia per le famiglie che per le imprese, è costituita dai prestiti bancari (5). Per tale motivo un ciclo economico recessivo o quantomeno stagnante condiziona fortemente le posizioni creditizie, portando al fallimento molte imprese e facendo di conseguenza schizzare la quantità di crediti deteriorati rispetto alla totalità dei crediti emessi da parte degli istituti bancari (*NPL ratio*). A sua volta, un peggioramento della situazione finanziaria delle banche comporta una contrazione sempre maggiore dell'offerta di credito- il cd. *credit crunch* -, anche se come si vedrà il rapporto causa-conseguenza in questo caso non è affatto diretto come sembrerebbe logico pensare. Se dunque la principale fonte di reperimento dei capitali necessari all'attività economica è costituita appunto dai prestiti bancari, una minore attività creditizia si trasforma in minore possibilità di finanziamento per tutti gli agenti del sistema economico. A primo impatto quindi si potrebbe ipotizzare che un ciclo del credito malfunzionante sia dovuto in sostanza ad un ben più ampio malfunzionamento dell'economia reale. In realtà questa affermazione tende ad essere un'eccessiva generalizzazione della spirale negativa, che nei fatti risulta derivare anche, e in alcuni casi nazionali specifici soprattutto, da altri fattori in gioco, i quali spesso vengono considerati "secondari" rispetto alle condizioni macroeconomiche ma sono assolutamente cruciali nel modificare le situazioni e i comportamenti finanziari di entrambe le parti.

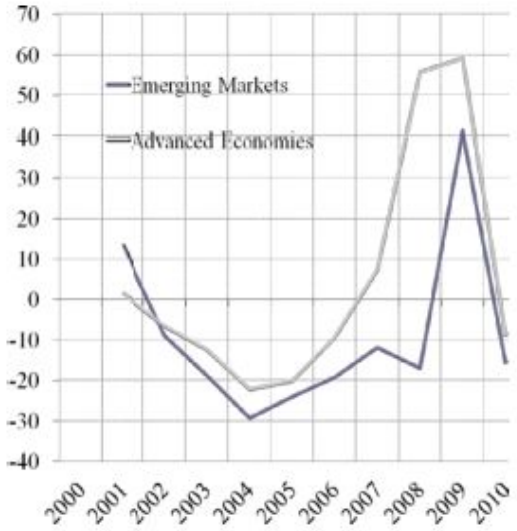
Uno studio interessantissimo a riguardo è stato fornito da tre collaboratori esterni della BCE nel 2013 (R.Beck, P.Jakubik, A.Pilou). Il lavoro (6) si è basato sull'analisi di numerose variabili potenziali dell'aumento di crediti *non-performing* nei 75 paesi finanziariamente più sviluppati del globo. Sono state riscontrate correlazioni significative e non trascurabili tra aumento del rapporto NPL/prestiti e, oltre al già citato ciclo economico, tre ulteriori variabili:

i. Nei paesi con capitalizzazione di mercato sviluppata, l'andamento dei mercati azionari influenza la dinamica degli NPL tramite una correlazione inversa che è maggiore in intensità quando essi rappresentano la variabile negativa. In parole povere, quando le cose vanno male i due fattori sono maggiormente correlati che nel caso contrario;
ii. Laddove gli oscillamenti dei mercati valutari rappresentino una porzione sostanziale delle operazioni finanziarie (a mio parere non il caso dei paesi dell'Eurozona in quanto i tassi di cambio sono di fatto fissi con tutte le altre valute comunitarie e l'andamento delle principali valute occidentali è mantenuto poco volatile dalle azioni delle banche centrali), un deprezzamento marcato della valuta nazionale fa aumentare velocemente lo stock di NPL qualora i prestiti abbiano caratteristiche internazionali (ad esclusione, si può applicare il concetto all'Estremo Oriente e ai paesi dell'area "BRICS");
iii. L'andamento medio dei tassi d'interesse dei prestiti erogati condiziona inversamente la qualità creditizia. Questa variabile risulta la più correlata con le sorti degli NPL, con un'incidenza superiore alle altre due per quanto concerne l'area Euro.

Il ciclo economico, seppur sopravvalutato nelle analisi che riguardano il settore dei crediti deteriorati, risulta comunque essere stato il fattore principale che abbia portato sia al *credit crunch* che all'aumento talvolta esponenziale degli NPL ratio all'interno dell'UE durante e dopo la Grande Recessione. Un aspetto fondamentale da considerare è il fatto che l'onda recessiva maggiore in Europa sia avvenuta successivamente (tra inizio 2009 e metà 2010) all'aumento iniziale degli NPL, il quale curiosamente ha seguito con tempistiche immediate il crollo dei mercati azionari e di quelli immobiliari di fine 2008 in Europa. L'andamento macroeconomico, perciò, condiziona la qualità

creditizia più nel medio periodo che nel breve, mentre i crolli dei mercati azionari ed immobiliari agiscono come *triggers* nel brevissimo periodo, essendo per natura nettamente più volatili.

Figura 2: variazione percentuale NPL ratio negli anni duemila; Fonte: Beck R., Jakubik P., Piloiu A. (2013). Non-Performing Loans: What Matters in Addition to the Economic Cycle? ECB Working Paper 1515



Una volta entrati all'interno della spirale recessiva, invertire la tendenza diventa sempre più faticoso senza interventi specifici di grossa portata in quanto entra in gioco anche il *credit crunch,* il quale porta alla diminuzione del denominatore del *NPL ratio*: il totale dei prestiti erogati. A quel punto, senza politiche monetarie particolarmente espansive in tempi rapidi e in un contesto economico stagnante, risulta difficile anche soltanto evitare che il rapporto aumenti. Come verrà approfondito in seguito, tutto ciò è avvenuto purtroppo in maniera puntuale in Italia negli anni successivi alla crisi finanziaria.

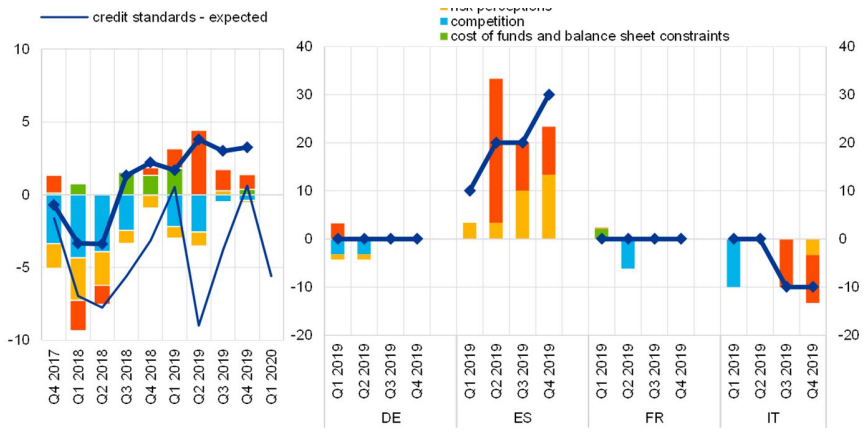
Per quanto concerne gli effetti dell'aumento sistemico dei crediti deteriorati, non si può omettere il fatto che essi si manifestino sia internamente che esternamente al comparto bancario in senso stretto. Le banche, infatti, operano a monte e a valle con tutti i settori dell'economia (7):

- Quello pubblico, acquistando titoli sul mercato primario e completando operazioni inquadrate nell'esigenza di trasferire la politica monetaria dalle banche centrali all'economia reale;
- Con le imprese, in via maggiore finanziando attraverso prestiti o acquistando titoli obbligazionari emessi dalle stesse (nei casi di società quotate o comunque di dimensione considerevole) affinché possano attivare gli investimenti necessari all'ordinario funzionamento dei processi aziendali;
- Con le famiglie (*households*), raccogliendo depositi per finanziare l'attività interna e concedendo prestiti di varia natura che tendono in misura principale ad essere investiti per l'acquisto di asset immobiliari;

In particolare, in gran parte dei paesi occidentali l'attività del *lending* è riservata, per legge o attraverso la prassi, alle banche. Da tale natura esclusiva della concessione di prestiti ne deriva quindi il ruolo centrale svolto dal settore bancario all'interno dell'economia, perciò un livello alto e poco sostenibile di NPL comporta un peso enorme per il sistema, e a livello micro, e a livello macro. Entrando più nel dettaglio, l'aumento di crediti deteriorati ha effetti negativi - in ordine d'intensità - sui bilanci delle banche, sull'intermediazione finanziaria nel suo complesso, sull'attività dei prestiti e anche sul sistema giudiziario, costituendo una sorta di "imbuto" operativo data la mole di procedure concorsuali e fallimentari che ne scaturiscono (4). In un astratto econometrico pubblicato in quest'ultimo marzo sul *Journal of Banking and Finance* (8), alcuni ricercatori hanno dimostrato come il fattore di manifestazione principale degli effetti di NPL e UTP possa essere facilmente sintetizzato da un indicatore preciso: la DRT (*default resolution time*), ovvero la durata media delle risoluzioni giudiziarie successive alla manifestazione dello stato d'insolvenza dei debitori. La DRT risulta essere negativamente correlato con il, e determinante principalmente sul, tasso di recupero dei prestiti (*recovery rate – RR*), con un decadimento medio dello stesso in modo pressappoco lineare durante i primi tre anni circa delle procedure. In sostanza, più passa il tempo dall'insolvenza della parte debitrice, minore è la probabilità di recuperare una parte consistente del credito vantato. Lo studio analizza gli effetti della DRT sulle perdite di istituzioni bancarie anglosassoni, in realtà nazionali nelle quali sia l'apparato legislativo che quello giudiziario cercano il più possibile di incentivare le parti a procedere con accordi di natura privata, scoraggiando la via giudiziale se non strettamente necessaria ma comunque notoriamente più snella e rapida di quella nostrana. Appare opportuno rimandare il tema alle parti successive, ma va comunque accennato già da adesso che la DRT in Italia è nettamente più alta che nei paesi oggetto dello studio e quindi i suoi effetti negativi inevitabilmente amplificati. Oltre alla correlazione con le perdite, la tempistica di risoluzione dello stato d'insolvenza impatta, e impatterà sempre di più in futuro, sulle banche mettendo sotto pressione la liquidità necessaria: a seguito dell'approvazione di Basilea III nel 2014, è stato introdotto l'obbligo per gli istituti bancari di mantenere il *net stable funding ratio* (NSFR) superiore all'unità nei casi di NPL. Il NSFR può essere definito come il rapporto tra il totale disponibile ("stabile") del capitale di rischio e delle voci in bilancio costituite da debiti ed il totale obbligatorio secondo la regolamentazione bancaria (individuato dagli accordi di Basilea e dagli organi di supervisione). Questo rapporto è stato scelto per ossequiare all'esigenza di mantenimento

di una percentuale non indifferente (deve essere mantenuta maggiore al 100%) tra le fonti finanziarie già presenti nel bilancio della banca e quelle ritenute indispensabili nel *long run* nell'ottica di salvaguardare la sostenibilità non solo nel caso specifico della singola banca ma del settore in generale. In sintesi, se da un lato l'applicazione ossequia del NSFR imposto dal Comitato di Basilea risulta indispensabile per migliorare la stabilità del sistema, dall'altro essa aumenta ulteriormente il peso specifico dei crediti deteriorati nel bilancio della singola banca. Con un occhio di riguardo sugli UtP, dai risultati (8) dello studio citato risulta chiaro come l'incidenza degli stessi sul totale dei crediti non performanti aumenti di pari passo con la DRT media: da un coefficiente di correlazione UtP-DRT minimo nel Regno Unito pari a 0,05 con rapporto UtP/NPL pari al 16% ai valori massimi rispettivamente pari a 0,58 e 31% del Canada, il quale risulta tra i paesi analizzati quello con la DRT media più elevata (a titolo informativo, in Italia il rapporto UtP/NPL è ben maggiore che in Canada). A completare la lista di fattori negativamente influenzati dalla lunghezza delle procedure risolutive sono le pratiche di *lending*, ma in misura minore di quanto si è soliti pensare. Non si può negare il fatto che mantenere a lungo tempo nel bilancio dei crediti che difficilmente saranno recuperati -se non in parte- abbia effetti depressivi sull'offerta di credito, costituendo nei periodi di crisi profonda motivo scatenante della stretta creditizia. Allo stesso tempo, dando un'occhiata ai *survey* annuali che la BCE dispone all'interno dell'attività di vigilanza sui grandi gruppi bancari europei (9), ne risulta che tra i primi tre motivi fondamentali che orientano le banche sulla scelta delle pratiche di *lending* non appare la variabile NPL, bensì assumono molta più importanza fattori quali la percezione del rischio di credito della controparte, la *risk tolerance* contingente alla singola banca e il livello di concorrenza nel settore. Si può perciò affermare che attualmente le grandi banche continentali non stiano aumentando come sarebbe auspicabile l'offerta di credito non tanto perché costrette dalle sorti negative passate e presenti dei prestiti erogati (NPL ratio), quanto più perché non prevedono un abbassamento del rischio d'insolvenza sistemico di imprese e famiglie nell'immediato futuro.

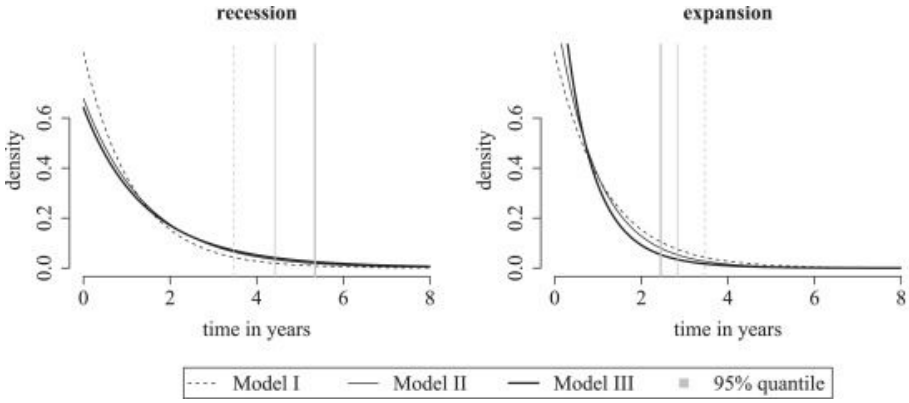
Figura 3: delta reale e stimato degli standard creditizi nell'Eurozona (sx); delta offerta di credito nelle 4 principali economie dell'Eurozona nel 2019 (dx). Fonte: European Central Bank (2020). The euro area bank lending survey – Fourth quarter of 2019. EUROPEAN CENTRAL BANK



Dall'immagine a sinistra appare evidente, infine, come la percezione degli standard di credito tenda ad essere negli ultimi tempi ben lontana da qualsiasi concezione più moderata di ottimismo. L'analisi approfondita sulla DRT ha inoltre dimostrato come la sua media dipenda essenzialmente da quattro aspetti di diversa natura (macroeconomica nei primi due, settoriale nei secondi):

i. La dinamica degli spread creditizi, che influenza in modo direttamente proporzionale la durata media della DRT, in quanto rende più o meno onerose le condizioni di rimborso;
ii. Un'alta volatilità sui mercati, aumentando la probabilità che la banca preferisca la via giudiziale di risoluzione a quella privata data la scarsa attrattività come alternativa d'investimento dei mercati stessi in termini di rischio;

Figura 4: densità delle risoluzioni e durata media rispettivamente in periodi di recessione o espansione, si nota come durante periodi recessivi la durata è nettamente maggiore



Fonte: Betz J., Keller R., Kruger S., Rosch D. (2020). Macroeconomic effects and frailties in the resolution of non-performing loans. Journal of Banking & Finance, Volume 112

iii. La dimensione media del debitore, in modo inversamente proporzionale;

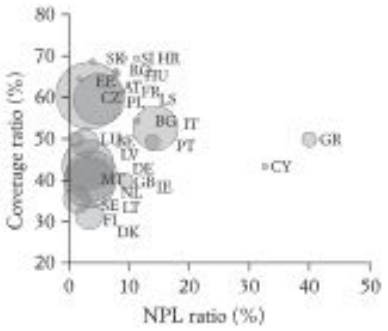
iv. La legislazione in materia di risoluzione degli stati d'insolvenza. Più l'apparato legislativo si pone come obiettivo la risoluzione in via stragiudiziale delle controversie, meno si allungano i tempi medi delle risoluzioni giudiziali.

In definitiva, una situazione macroeconomica sfavorevole, una legislazione orientata a favorire le controversie giudiziarie su quelle private ed un contesto imprenditoriale fondato sulla presenza forte di imprese di piccola o media dimensione definiscono il quadro meno ottimale a limitare le tempistiche di gestione dei crediti deteriorati. Il Belpaese costituisce anche in questo caso l'esempio tristemente perfetto a riguardo, ed è proprio sull'Italia che d'ora in poi ci si soffermerà principalmente.

1.3 – La situazione recente in Italia: caratteristiche e tendenze in atto

La profonda crisi economica e finanziaria che ha attraversato il nostro paese dalla metà del 2008 fino al 2013 non ha eguali nella storia repubblicana. Senza entrare nei particolari, è sufficiente un rapido sguardo ai dati macroeconomici più importanti per rendersi conto di come l'andamento del sistema economico nel periodo suddetto è stato talmente negativo dal rendere difficile una ripresa completa negli anni successivi (10). La variazione annuale del PIL, fatta eccezione per il biennio 2016/17, ha evidenziato anche negli anni più recenti l'incapacità dell'Italia di tornare concretamente ai livelli massimi in termini reali registrati nel periodo precedente la Grande Recessione. In un contesto così negativo, la dinamica delle NPE non poteva che peggiorare, e ciò è avvenuto in Italia in misura superiore a quanto avvenuto alle altre grandi economie europee (4), ma le cause non possono essere attribuite esclusivamente ad un andamento macroeconomico peggiore: rispetto a paesi similmente colpiti dalla crisi come la Spagna e l'Irlanda, misure d'intervento "dall'alto" sono state, come vedremo, piuttosto tardive e parziali.

Figura 5:NPL ratio, rapporto di copertura sulle esposizioni e grandezza relativa del mercato bancario nei paesi dell'UE. Fonte: Resti A. (2019). Non-Performing Loans in the European Union. State of Art and Possible Policy Pools. Banca Impresa Società, Il Mulino



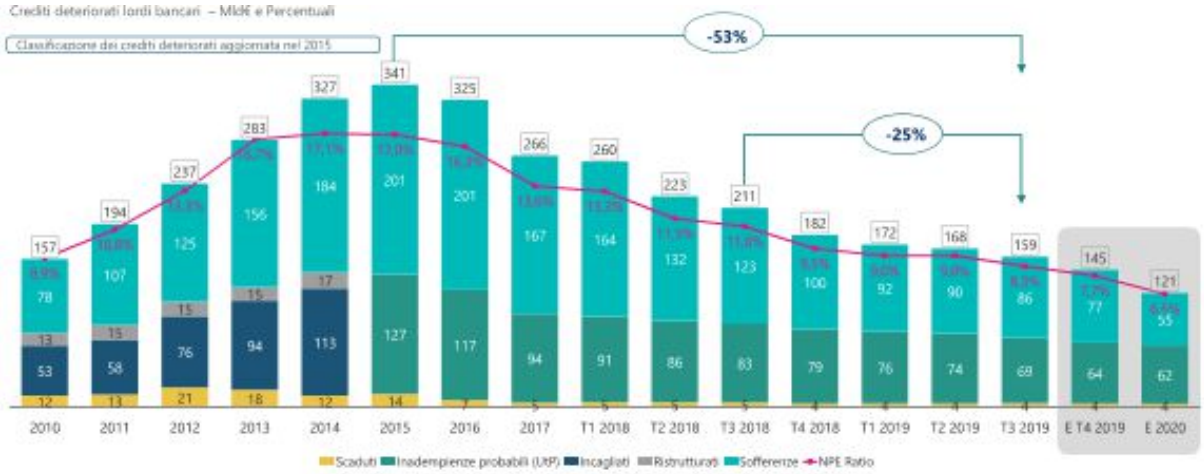
Il dato fondamentale da cui partire per l'analisi delle NPE in Italia è il fatto che esse rappresentano la porzione maggiore del totale delle esposizioni creditizie nel continente intero (22% a fine 2019), mentre il livello di copertura patrimoniale media

degli istituti bancari si mantiene in linea con quello degli altri paesi (vd. grafico (4)). Questo significa che per le banche italiane il peso da sopportare nell'attivo di bilancio è doppio, perché oltre ad avere meno possibilità di investire in attività certamente più redditizie data l'entità dei crediti deteriorati, l'effetto si amplifica ancor di più data la necessità di coprire i rischi enormi ai quali i *non-performing* rendono esposti. Uno dei problemi riconducibili ai motivi per i quali l'elevato stock di NPE ha reso necessario mantenere un livello alto di copertura è stata la mancanza di disposizioni chiare circa il trattamento contabile dei crediti deteriorati. A seguito delle direttive della BCE (denominate "*calendar provisions"*) e dell'emanazione dell'IFRS 9 sono stati posti criteri più puntuali per il trattamento degli NPL in bilancio: le prime (3) hanno definitivamente obbligato i prestatori a coprire il credito nella sua interezza, qualora privo di garanzie, entro 7 anni o 5 nel caso contrario; la seconda (7) ha segnato il passaggio dal criterio d'iscrizione della *incurred loss,* cioè della registrazione in bilancio delle sole perdite accertate, ad un criterio più prudenziale della *expected loss,* ovvero la registrazione delle perdite attese. Nonostante, come fa notare A.Resti (4), il recente *pool* di regolamentazione composto da varie entità (di vigilanza, contabili, ecc.) pecchi di scarsa unità d'intenti nelle scelte, è da ritenere la situazione complessivamente migliorata grazie ad esso. Allo stato attuale della regolamentazione risulterebbe molto più difficile per le banche procrastinare le perdite al futuro come avvenuto in passato, consentendo parallelamente di diminuire in termini assoluti la copertura patrimoniale delle NPE.

Da un punto di vista numerico, come mostra il grafico elaborato da Banca Ifis a inizio anno (11), in Italia il picco di NPL ratio è stato raggiunto nella fine del 2014, arrivando a superare il 17%, cifra enorme per un'economia di mercato molto sviluppata. Nel 2015 il rapporto si mantenne stabile, ma essendo stato un anno di ripresa economica, il totale dello stock raggiunse quasi i 350 miliardi di euro, più o meno un quinto del PIL nazionale all'epoca. Proprio quell'anno, la drammaticità della situazione spinse finalmente il governo ad intervenire, istituendo un fondo di garanzia specifico per i crediti cartolarizzati (la GACS, alla quale è dedicato un intero paragrafo nel prossimo capitolo). Negli ultimi quattro anni, il rapporto è sceso dal 17% ad un valore stimato alla fine dell'anno scorso intorno al 7,5% circa, per effetto sia delle cartolarizzazioni massicce, il cui mercato italiano è stato nettamente il più vivace in Europa, che delle vendite dirette agli investitori. Attualmente si calcolano circa 325 miliardi di crediti deteriorati da gestire, dei quali circa 140 ancora posseduti dalle banche, mentre i restanti 185 vanno a comporre un mercato che

si sta sviluppando progressivamente di più ogni anno e con ulteriori ampi margini di crescita e innovazione.

Figura 6: crediti deteriorati lordi bancari in Mld di euro e percentuali NPL ratio



Fonte: Banca IFIS (2020). Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing. BANCA IFIS

Un'analisi oculata del grafico permette di notare una caratteristica interessante: se nel 2016 gli UtP costituivano circa il 35% del totale dei crediti deteriorati, a fine 2019 tale percentuale risultava aumentata del 10% circa e si prevedeva quasi con certezza appena prima dello scoppio della pandemia che nell'anno corrente gli UtP sarebbero diventati la componente principale delle *non-performing exposures* in Italia. Il dato, considerato nel suo insieme, comporta due considerazioni. La prima è che le banche italiane negli ultimi anni si sono concentrate principalmente sulla dismissione della categoria più "pura" di crediti deteriorati, ovvero i *bad loans*. La seconda è che negli anni a seguire il focus dovrà inevitabilmente spostarsi verso la gestione degli *Unlikely-to pay*.

Le inadempienze probabili rivestono un ruolo cruciale nel panorama italiano per diverse ragioni:

- Data la loro natura, rappresentano la tipologia più incerta dei crediti non performanti, in uno dei pochi contesti nei quali il livello d'incertezza non è necessariamente sinonimo di perdite. A tal proposito è da rilevare come, stando ai dati di Pwc (12), negli ultimi tre anni quasi la metà (46%) degli UTP a inizio anno non facessero più parte della stessa categoria alla fine dello stesso, dato che conferma la loro alta variabilità;

- Il tasso di recupero è nettamente più alto rispetto alle sofferenze, ma soprattutto cresce di anno in anno (dal 13% al 19% nel giro di cinque anni), evidenziando una maggiore profittabilità intrinseca, dato il quale sta portando vari esperti ad ipotizzare la nascita di un mercato a sé stante;
- La complessità dei processi di valutazione e di *impairment* contabile rendono da un lato gli UtP meno attraenti delle sofferenze nella negoziazione sui mercati secondari, dall'altro più flessibile la gestione a seconda delle esigenze della banca.

Molti analisti ed esperti prevedono una possibile esplosione dell'industria UtP nei prossimi anni (12), quello che per ora interessa sottolineare è il fatto che il loro peso all'interno dei crediti deteriorati detenuti dagli istituti bancari italiani sia ormai di fatto più importante di ogni altra categoria, anche di quella dei *bad loans* che comunemente viene associata e fatta coincidere di significato con quella più generale degli NPL.

1.4 - Situazione recente in Italia: motivazioni e conseguenze

Alla luce di quanto detto finora, sarebbe comunque lecito chiedersi perché in Italia la dinamica dei crediti deteriorati sia stata durante la crisi così negativa rispetto alle altre grandi economie comunitarie. In fondo, anche Francia, Spagna e Germania hanno sofferto anni di recessione, cadute tendenziali di produttività e aumento della disoccupazione. Le differenze con questi paesi sono essenzialmente due:

1. Rispetto soprattutto a Francia e Germania, nei primi anni successivi allo scoppio della crisi l'Italia fu incapace di effettuare le misure necessarie in termini di investimenti strategici per una rapida ripresa e un rilancio marcato del *business cycle*, il quale non si rialzò fino alla metà del 2014, rimanendo perciò in territorio negativo per circa 6 anni. A tal riguardo, c'è da ricordare però che i mancati investimenti non furono dovuti solamente a negligenza di natura politica e industriale, ma talvolta impossibilitati dalla situazione delle nostre finanze pubbliche e gli stringenti vincoli di spesa ai quali il rispetto dei trattati europei obbligava;
2. Rispetto alla Spagna, la quale ha sofferto durante la Grande Recessione probabilmente anche più dell'Italia (basti pensare che il tasso di disoccupazione nel picco sfiorò il 20%

nel 2012 e il settore immobiliare fu portato al collasso), nel nostro paese il *credit cycle* stentò a riprendersi, questa volta a causa principalmente della mancanza di una visione unitaria e di misure rapide imposte dall'alto.

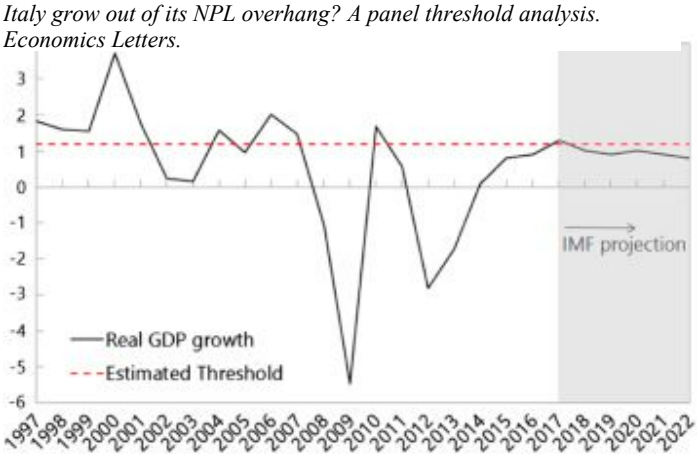
Ai due fattori strutturali, ciclo imprenditoriale e del credito, bisogna aggiungere il vuoto di natura macroprudenziale al quale il settore bancario italiano è stato lasciato per anni: la regolamentazione e la prassi sono state essenzialmente pro-cicliche in un momento nel quale si sarebbero dovute affacciare strategicamente verso un approccio anticiclico (13). Come dimostrato da D.Anastasiou (14), se si considerano le variabili *credit cycle* e *credit risk* (il quale è conseguenza diretta tra le altre cose dell'aumento dei crediti deteriorati), esse sono legate da un rapporto inversamente proporzionale di causalità statisticamente significativo superiore al 99%. Similmente ma con una correlazione minore, una dinamica depressiva del *business cycle* impatta negativamente sul rischio di credito *ex post* delle banche a livello significativo di circa il 95%. Conseguenza naturale è affermare che l'andamento negativo di queste variabili derivi in prima battuta da un contesto macroeconomico negativo, ma è altresì oggettivo che facciano parte della tipologia di fattori che dipendono strutturalmente anche dagli strumenti di regolamentazione e di politica economica di un paese. Si poteva, perciò, fare qualcosa per migliorare la situazione negli anni compresi tra il 2012 ed il 2014, ma si è fatto sostanzialmente poco in un periodo nel quale da un lato l'instabilità politica, dall'altro quella finanziaria hanno portato i tre governi che si sono susseguiti a focalizzarsi su altre questioni. In un altro interessante lavoro (15), Anastasiou analizza in modo più generale le determinanti che hanno aumentato il rischio di credito nelle imprese e nelle famiglie europee sin dal 1990. I risultati confermano l'importanza delle variabili esposte in precedenza, ma dimostrano come ve ne siano due ulteriori che vanno ad impattare in particolare sulla qualità del portafoglio crediti delle banche: l'*output gap,* che in economia è definito come la differenza in valore assoluto tra il PIL nominale e quello potenziale, e la tassazione sul reddito, sia delle imprese che delle famiglie. Più esattamente, un *output gap* elevato e in aumento è indice di una scarsa produttività. Prendendo in considerazione l'Italia, incrociando le serie storiche dell'Istat (10) ci si accorge di come la produttività sia ormai ai livelli di un trentennio fa e nell'ultimo anno sia diminuita dello 0,3%. Per quanto riguarda la tassazione del reddito, è un fatto noto a tutti quanto sia l'IRPEF che l'IRES siano ormai a livelli così alti da contendere il primato continentale con i corrispondenti scandinavi. In poche parole, l'Italia nei tre anni successivi alla crisi dei debiti sovrani ha costituito per struttura economica e politica il terreno peggiore sul quale potessero

crescere speranze di miglioramento del ciclo del credito, e ci si è ritrovati di conseguenza nel 2015 in cima a quella montagna di crediti deteriorati dalla quale era necessario scendere al più presto.

Oltre agli interventi che le banche possono attuare con l'obiettivo di liberarsi delle NPE, bisognerebbe concentrarsi su come evitare che i crediti concessi al posto di quelli ormai persi o ceduti a terze parti facciano la stessa fine dei loro predecessori. A tal fine si colloca l'imponente struttura del *risk management* negli istituti bancari, la cui importanza aumenta sempre di più. Ciò che però purtroppo le banche non possono fare è migliorare la solvibilità del sistema nel suo insieme. Una banca può avere un management perfetto sia nel monitoraggio che nella gestione dei rischi assunti, ma se le imprese continuano ad avere difficoltà a ripagare i debiti contratti e una parte delle famiglie si ritrova costantemente a fine mese incapace di pagare le rate dei mutui immobiliari a loro concessi, alla banca non resta che passare alla stretta creditizia, portandosi dietro le conseguenze di cui si è parlato in precedenza. Il grande fattore da tenere in considerazione per un miglioramento fisiologico (ovvero al netto di operazioni straordinarie) delle condizioni delle parti debitrici pare quindi essere a questo punto quello macroeconomico. A partire da questa intuizione, è stata condotta una ricerca (16) per cercare di capire se e quanto incidesse uno scenario di miglioramento costante del prodotto interno lordo in Italia sulla diminuzione dei crediti deteriorati. I risultati hanno evidenziato come il dato "soglia" per innescare una diminuzione strutturale del 7-10% annuo dello stock delle NPE risulti pari ad una crescita media dell'1,2% del PIL, con una discreta variabilità all'interno delle regioni italiane (la crescita nelle regioni meridionali dovrebbe essere superiore a quelle settentrionali, *ceteris paribus*).

Il dato potrebbe essere in una normale economia piuttosto incoraggiante, se non fosse che applicato alla realtà italiana appare quasi utopistico: come dimostra l'immagine, già alla fine del 2017 all'orizzonte non si prevedeva nel quinquennio successivo alcuna annata positiva in tal senso. Negli scorsi due anni, addirittura, la crescita è stata minima e inferiore a quella prevista. Considerando quanto sta succedendo e succederà nel corso

Figura 7: andamento del PIL reale in Italia (1997-2017) e stime future (2018-2022). Fonte: Mohaddes K., Raissi M., Weber A. (2017). Can Italy grow out of its NPL overhang? A panel threshold analysis. Economics Letters.



dell'anno nel quale ci si trova, si può tranquillamente ammettere che la crescita non è fattore da contemplare tra quelli che potrebbero far migliorare la situazione riguardante le NPE in Italia, quantomeno nei prossimi 2-3 anni. Secondo molti, nello scenario italiano la duplice soluzione al problema risulterebbe nel concentrarsi maggiormente sulle operazioni di ristrutturazione dei debiti e su un ruolo più attivo della supervisione bancaria e finanziaria (Banca d'Italia, CONSOB, legislatore).

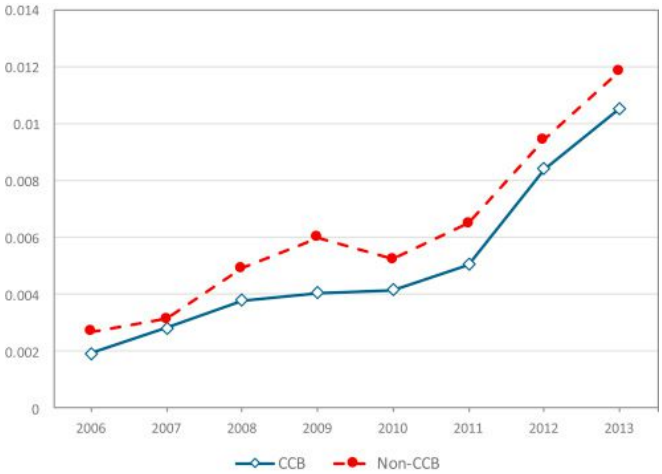
La questione del rischio di credito elevato che sopportano le banche italiane da numerosi anni è però dovuta anche a ragioni interne al settore. Per comprendere come la prassi bancaria in passato si sia rapportata ai crediti non performanti bisogna innanzi tutto spiegare cosa comporta il passaggio di un credito dalla categoria *in bonis* a quella *non-performing*: nel momento in cui concedono prestiti, le banche sono tenute a considerare ovviamente la situazione nella quale la controparte risulti insolvente. Per far fronte a ciò, stimano un tasso di recupero plausibile per il singolo prestito e accantonano una parte del proprio patrimonio per coprire le potenziali perdite su crediti inesigibili, attraverso le cd. *loan loss provisions* (LLP). Questi accantonamenti mitigano la potenziale esposizione delle banche nel caso si manifesti l'insolvenza del debitore, diminuiscono cioè il rischio di credito per la banca, ma dipendono (o meglio, dipendevano in passato) dalle previsioni interne alle banche stesse. Ebbene, fino all'attuazione della direttiva di Basilea II appena precedente dello scoppio della crisi, le banche italiane secondo M.Quagliarello (13) mantennero la maggiore tendenza di indicizzare alle condizioni macroeconomiche le loro LLP, seguendo una certa pro-ciclicità. Tolta la parentesi del biennio 2000-2001, la tendenza dagli anni Novanta fu quella di accantonare di meno nei tempi favorevoli, e più in quelli più sfavorevoli. Aggiungendo a tale prassi manageriale il fatto ormai pacifico che la qualità creditizia peggiora al peggiorare delle condizioni dell'economia, il rischio di credito delle banche sarebbe risultato molto alto per le banche nel caso di una profonda e improvvisa recessione seguendo il ragionamento di Quagliarello (il cui lavoro preso in considerazione è datato in maniera sorprendente precedentemente allo scoppio della crisi). Accadde esattamente quanto previsto nel 2008-09, e ai crolli dei mercati finanziari e immobiliari molti istituti bancari di dimensioni medio-piccole si sono trovarono sull'orlo del fallimento perché nel periodo precedente di congiuntura positiva avevano

gradualmente accantonato meno di quanto avrebbero dovuto. Completando lo studio di Quagliarello con quello più recente di Aristei-Gallo (17), si possono notare due aspetti che hanno differenziato il comportamento delle banche nel variare le LLP:

i) Complice anche il ruolo della regolamentazione (Basilea II e III, *guidance* della BCE, IFRS 9), le banche hanno progressivamente aumentato i loro accantonamenti per la copertura dei crediti, operando in maniera più anticiclica che in passato;

ii) Come mostra il grafico, le BCC (banche di credito cooperativo) tendono ad aggiustare le LLP in modo meno previdente rispetto alle grandi banche a carattere nazionale.

Figura 8: LLP delle banche italiane (2006-2013)



Fonte: 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

Le BCC rappresentano numericamente (ma non per *market share*) la maggiore tipologia di banche in Italia e hanno svolto storicamente un ruolo fondamentale nel credito delle zone più rurali e meno sviluppate del paese. A partire dalla crisi, è stato ritenuto opportuno iniziare un pesante consolidamento del settore bancario in Italia (in un quarto di secolo il numero totale degli operatori si è dimezzato), dovuto principalmente allo stato di perenne difficoltà nel quale si trovano le BCC in Italia: una maggiore concentrazione del sistema può portare ad economie di scala positive, maggiore efficienza amministrativa sotto forma di riduzione dei costi e sinergie di tipo manageriale date dal fatto che le banche più grandi tendono ad assumere il management più preparato. Razionalizzare il settore non manca però di presentare alcuni svantaggi strutturali: come dimostra lo studio, una minore distanza funzionale consente alle società bancarie cooperative di operare in maniera più efficiente sui prestiti concessi, massimizzando il *recovery rate* in caso di insolvenza della controparte e soprattutto minimizzando le asimmetrie informative attraverso il *relationship banking,* il quale permette perciò di assumere rischi inferiori rispetto ai grandi gruppi. Si viene così a creare un vero e proprio *trade-off* per il comparto bancario italiano nel quale da un lato si avverte la necessità di ridurre i costi e le perdite associate per aumentare la grandezza media della singola banca, dall'altro un sempre maggiore orientamento al *transaction banking* renderà il

sistema meno amichevole per i piccoli prenditori di fondi (ad es. le PMI) che occupano un posto centralissimo nell'economia italiana. Il prof. Coccorese (18) ha inoltre evidenziato un'ulteriore controversia che nasce dal consolidamento del settore, e ha a che fare con la perdita sostanziale dello scopo mutualistico cui le BCC sono soggette per legge. La varietà strutturale del settore bancario è fondamentale per i sistemi finanziari orientati alle banche come l'Italia in quanto consente di diversificare le strategie manageriali a seconda del tipo di clientela meglio di quanto non si potrebbe con un settore iper-concentrato, oltre a ridurre le perdite nello specifico riguardanti le NPE. Dimostrato che solamente attraverso un processo di M&A seriale e ad ampio raggio si possa effettivamente aumentare l'efficienza, è opportuno sollevare la questione: un sistema di pochi gruppi di banche cooperative di grandi dimensioni potrebbe potenzialmente migliorare l'efficienza di un settore in crisi, sì, ma sarebbe in tal caso conciliabile con lo scopo mutualistico? Aldilà delle considerazioni a riguardo, risulta accettabile, in conclusione di quanto dimostrato, ipotizzare che la prassi consolidatrice non possa essere considerata la risposta adatta alla gestione dei crediti deteriorati, al massimo può esserlo nei confronti di altri aspetti che concernono il settore.

1.5 – La gestione ottimale di NPL e UTP in Italia e il ruolo della vigilanza

Dopo anni di intensi confronti tra le istituzioni centrali, accademiche, il mondo bancario e quello contabile, le proposte e le modalità di gestione delle *non-performing exposures* sono state molteplici e continuano ad essere al centro del dibattito all'interno degli ambienti finanziari. Come del resto molto spesso si dice, non v'è una soluzione unica, bensì diverse a seconda delle varie casistiche nei quali un determinato settore geografico si trova. Per provare a tracciare un profilo minimamente attendibile che faccia al caso dell'Italia, c'è bisogno innanzi tutto di agganciare la trattazione ad un modello ben strutturato. Di preciso, questo tipo di modello è presente in un lavoro di A. Segura e J. Suarez (19). Secondo gli autori l'elemento trascinatore dei miglioramenti (o semplicemente di cambi di rotta) nella gestione dei crediti deteriorati coincide molto spesso con interventi di tipo istituzionale che hanno l'intento di modificare le condizioni strutturali del ciclo del credito. In tal senso, sono riconosciute come "ottimali" tutte quelle *policy* che:

1) Non costano alle autorità né tantomeno agli stakeholder degli istituti bancari;
2) Portano ad un aumento incondizionato dell'offerta di credito senza passare per risoluzioni giudiziali di alcun tipo.

Qualsiasi intervento che soddisfi entrambi i requisiti è da considerare ottimale, mentre un intervento che ne soddisfi uno solo va catalogato come intervento di *second best.* L'analisi del modello porta alla definizione di quattro contesti d'intervento:

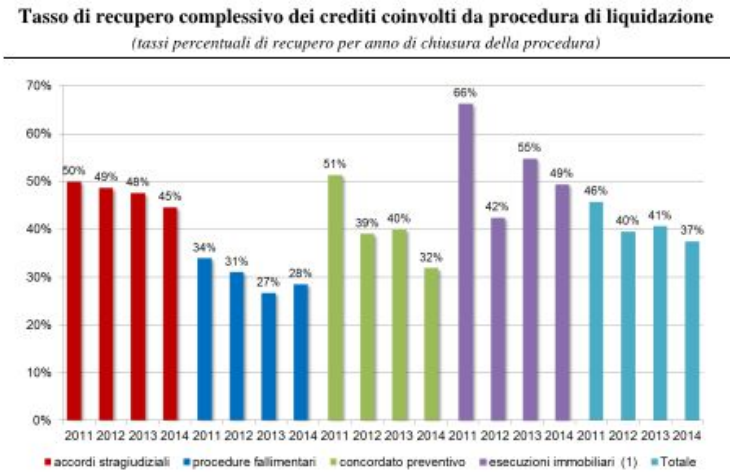
- Nel caso in cui l'ammontare di NPE di partenza sia basso, e in termini assoluti, e relativamente alla grandezza delle opportunità di concedere credito, non c'è alcun bisogno di interventi correttivi e il costo per le autorità e gli stakeholder è nullo. La gestione in questo caso è ottimale per natura;
- Quando la banca ha molti crediti deteriorati nel bilancio e poche opportunità di prestito, deve necessariamente alienare i crediti per liberare spazio contabile e allo stesso tempo per evitare il *credit crunch* le autorità dovranno effettuare dei trasferimenti alla stessa, preferibilmente sotto forma di garanzie sui crediti disposti. In questo contesto la gestione non può essere ottimale per natura, l'intervento è quindi di *second best*;
- Allorché la banca si trovi con uno stock di NPE molto ampio ma allo stesso tempo ampie occasioni d'investimento sottoforma di prestiti, non si avverte alcun bisogno di disporre dei crediti non performanti. L'unico intervento che potrebbe migliorare la situazione in questo caso è la concessione di trasferimenti, come nel caso precedente, per evitare che i proprietari della banca preferiscano la liquidazione rispetto alla contribuzione ad eventuali aumenti di capitale necessari al salvataggio in caso di crisi (*second best* anche in questo caso);
- Se il singolo operatore invece si trovasse nella situazione residuale, ovvero con basse opportunità di *lending* ma anche un livello basso di crediti deteriorati, la strategia ottimale consisterebbe nell'imporre una qualche forma prudenziale di alienazione dei crediti. Come nel caso iniziale, un intervento di questo tipo sarebbe da considerare ottimale a tutti gli effetti.

A ragion di logica la situazione italiana attuale sembra far parte del secondo caso esposto, mantenendo comunque un livello alto di crediti deteriorati (circa il 7,5% a fine 2019 (11)), seppur non più drammatico come nel decennio passato, e prospettive di investimento valutate ancora non attraenti dalle banche. In questo caso, la strategia sub-ottimale sarebbe quella di indurre le banche a cedere i crediti difficilmente recuperabili, introducendo una garanzia statale sui crediti ceduti. In Italia è più o meno ciò che sta accadendo, con delle dovute limitazioni che verranno analizzate in

seguito. Qualora l'intervento sia solo parziale, caso specifico del nostro paese, la gestione ottimale non può prescindere dalla massimizzazione del tasso di recupero potenziale, situazione alla quale si sfugge spesso e volentieri quando si cedono o cartolarizzano gli UtP, i quali rappresentano la parte più "sana" dei crediti deteriorati.

Come già spiegato nei paragrafi precedenti, la principale variabile di una corretta gestione dei crediti deteriorati è l'efficienza (quindi la durata) delle procedure di recupero. Giudizio ormai incontestato è il fatto che in Italia le procedure di recupero siano ben distanti da una condizione di efficienza. Al momento del picco delle esposizioni non performanti (2014/15), il tasso di recupero (a lordo delle garanzie) oscillava intorno al 40% (20), nell'immagine a destra sono rappresentate le diverse tipologie di recupero e i tassi annessi. Concettualmente, vi sono due grandi macroaree di risoluzione: -quella di liquidazione, che può essere svolta in forma giudiziale o non, volta a liquidare i beni che fanno parte del patrimonio residuo del debitore; -quella di ristrutturazione volta a concedere alla parte debitrice delle nuove condizioni maggiormente vantaggiose per cercare di farla rientrare dalla situazione d'insolvenza. Nel caso delle liquidazioni, al 2014 la DRT media era di 3,6 anni, valore corrispondente normalmente ad un periodo di recessione prolungato nelle economie sviluppate. In quello delle risoluzioni, invece, il dato era leggermente inferiore ai 2 anni (1,8), che sarebbe anche abbastanza incoraggiante se non fosse applicabile solo al 30% circa delle controversie nel lustro precedente (anche se negli ultimi anni la percentuale sta aumentando). Per quanto concerne gli importi delle singole controversie, ne risultava che la media nelle procedure giudiziali fosse di gran lunga superiore (il 513%) che in quelle stragiudiziali. Il risultato definitivo non può essere considerato positivo: in Italia la via preferita per la risoluzione è quella dei tribunali e il tipo di risoluzione prevalente la liquidazione, quando è stato già visto come a livello gestionale sarebbe sicuramente preferibile un accordo privato tra le parti di ristrutturazione. Un motivo dovrà pur esserci, e probabilmente

Figura 9- Fonte: Carpinelli L., Cascarino G., Giacomelli S., Vacca V. (2016). La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane. Questioni di Economia e Finanza

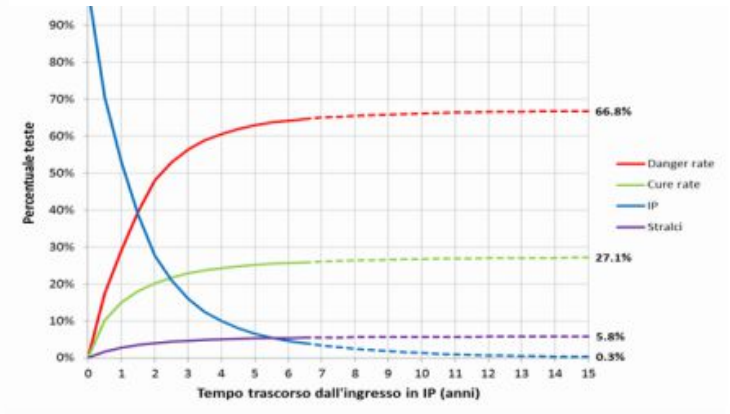


andrebbe rintracciato all'interno di un framework legislativo che poco spinge alla risoluzione privata delle controversie. Altresì vero, però, è che mediamente gli accordi non giudiziali rimangono aperti per anni e portano alla completa rigenerazione della posizione creditizia inziale solo nel 15-20% dei casi. Spostando l'attenzione verso gli assetti organizzativi, i costi della gestione degli NPL e degli UtP rappresentano circa il 3% dei costi operativi totali. Le banche ormai hanno internalizzato unità strategiche con l'obiettivo di aumentare il tasso di recupero nelle procedure, talvolta investendo su tecnologie computerizzate in grado di fornire l'appoggio necessario al management, ma circa il 60% degli importi totali di crediti deteriorati sono comunque tuttora gestiti esternamente o ceduti.

Le linee guida più recenti di Banca d'Italia (21) e BCE (3) sulla gestione manageriale prevedono che l'obiettivo principale dei responsabili debba essere focalizzato sulla massimizzazione del valore di recupero potenziale, considerato sull'analisi sia dell'ambiente esterno che di quello interno e soprattutto delle caratteristiche qualitative del portafoglio NPE, senza prediligere alcuna via di risoluzione. Viene chiesto inoltre alle banche di strutturare una strategia di gestione orientata al medio-lungo periodo (3-5 anni), prevedendo l'osservazione dei vincoli patrimoniali richiesti dalla BCE sulle varie tipologie di asset *non-performing* e la definizione dei piani di recupero: l'approccio utilizzato è quello di "calendario", che consiste nella svalutazione graduale delle nuove esposizioni in modo lineare fino ad arrivare all'integrale svalutazione del singolo credito entro 2 anni, se privo di garanzie reali, entro 7 anni qualora sia *secured*. C'è da precisare che le *calendar provisions* non sono ancora entrate a pieno regime e verosimilmente subiranno alcune modifiche per evitare che le banche più in difficolta nella gestione degli NPL subiscano un contraccolpo troppo marcato. Infine, è fatto obbligo di rendicontare i criteri adottati sulla classificazione dei crediti in *Unlikely-to-pay* oppure *past-due.* Secondo P.Angelini (22), vice capo del dipartimento sulla vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, le richieste sempre più precise poste in essere dagli organi di vigilanza hanno migliorato significativamente la qualità delle analisi sottostanti i portafogli a partire dal 2017, anno nel quale infatti i dati hanno mostrato la maggiore diminuzione del rapporto NPL/prestiti totali. Il mercato di crediti deteriorati è quindi più che raddoppiato in termini di scambio e gestione materiale del credito finalizzata al recupero (*servicing*). Il settore bancario e quello degli intermediari si sono specializzati sempre di più, riuscendo ad assorbire gran parte dello stock disposto da coloro che detenevano i crediti originariamente. Nonostante la situazione sia ormai decisamente più favorevole rispetto alla metà

del decennio scorso, l'obiettivo della BCE con le linee guida del 2017 ha comportato una situazione paradossale: un'attuazione puntuale riduce i rischi nel lungo periodo perché diminuisce il periodo d'incerta transizione del credito deteriorato, ma li aumenta nel breve perché costringe alcuni istituti bancari con un elevata esposizione a disporne immediatamente. Nel secondo caso, il problema si pone principalmente per gli UtP in quanto, come è possibile notare dall'immagine, l'evoluzione cumulata della composizione delle inadempienze probabili raggiunge valori vicini a quelli "naturali", ovvero quelli asintotici, solo dopo un certo numero di anni. Se il singolo UtP è privo di garanzie, seguendo l'*addendum* della BCE, andrebbe svalutato completamente entro 2 anni. Mediamente, però, un terzo degli UtP rimangono tali allo scadere del secondo anno, e senza modificazioni nel regolamento che verrà approvato tra non molto dal Parlamento Europeo, alcune banche potrebbero trovarsi nella situazione di dover cedere dei crediti che possono essere recuperati con una gestione attiva. Da questa considerazione si arriva a capire il *trade-off* centrale dell'elaborato: è meglio cedere i crediti non performanti o gestirli? La risposta preferita dagli esperti e dai *policy makers* è stata per lungo tempo dogmatica: se lo stock è troppo elevato e impatta sulla stabilità finanziaria della banca e del sistema, le NPE devono essere cedute a terze parti in modo da creare quello spazio necessario a nuovi investimenti. A tal proposito, vi sono due aspetti che contraddicono il dogma della cessione:

Figura 10: durata dello stato UTP e percentuale rispetto al totale degli UTP. Fonte: Angelini P. (2018). I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema. Convegno "NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori";



1) Il collegamento tra NPL e offerta di credito è indiretto e, come fa notare Angelini (23), non esiste alcuna dimostrazione teorica contraria. Un livello elevato di crediti deteriorati è sintomatico di una situazione negativa piuttosto dal lato della domanda di credito. Imprese e famiglie sono maggiormente insolventi e perciò di conseguenza non costituiscono un

investimento ragionevole per le banche, risulta quindi in periodi recessivi più difficile accedere al credito. Può talvolta succedere, ed è stato il caso dell'Italia, che per vari periodi i prestiti aumentino e parallelamente aumenti il rapporto NPL/prestiti (vd. Figura). Nello specifico, il collegamento risulta essere diretto strettamente nel caso dei periodi di crisi profonda, non in quelli successivi di lenta ripresa;

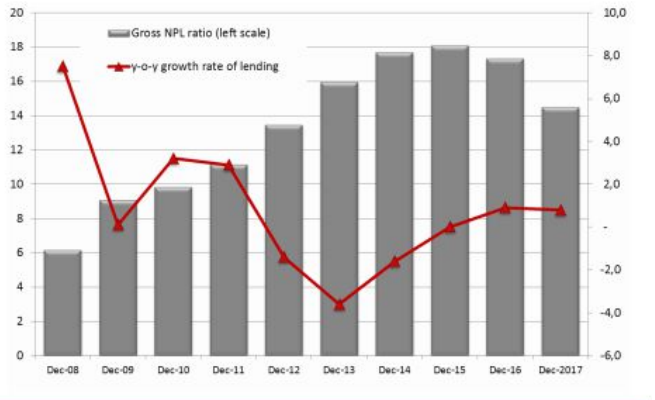


Figura 11: NPL ratio (barre), tasso di crescita dei prestiti in Italia (linea) (2008-2017). Fonte: Angelini P. (2018). Do high levels of NPLs impair banks' credit allocation? Notes of Financial Stability and Supervision, ESMA.

2) Anche da un punto di vista puramente giuridico, obbligare le banche a disporre di crediti dall'esito incerto non potrebbe essere considerata un'azione ottimale a meno che il sistema non sia prossimo al collasso. Questo non è stato fortunatamente negli ultimi anni il caso del nostro paese, la cui stabilità del sistema è stata forse addirittura leggermente sottovalutata sia all'interno che all'esterno dei confini nazionali. Il professor Lemma, in uno studio di qualche mese fa (24), a ragione affermava come l'apparato legislativo e quello contabile si trovassero nella situazione controversa d'incompatibilità tra gli obblighi che fanno capo alla regolamentazione bancaria in materia di esposizioni non performanti e quelli legislativi derivanti dal concetto di "sana e prudente gestione" dei bilanci, riferendosi al fatto che disporre dei crediti per imposizione da parte delle autorità di vigilanza e contabili comporta una perdita implicita che molto spesso è maggiore di quella che sarebbe risultata tramite la gestione interna (cd. *forbearance*).

In conclusione, arrivati ad un momento storico nel quale non si avverte più la necessità impellente di liberare a prezzi più bassi dei valori reali (cd. *straight sell*) i bilanci dal centinaio di miliardi di crediti deteriorati presenti nel sistema bancario italiano, e considerata la dimensione del mercato NPL ormai considerevole, non appare più incosciente riavvicinarsi a pratiche gestionali interne (4) (22) (24). D'altra parte, una gestione interna alle banche assorbe inevitabilmente risorse manageriali e finanziarie che mai come ora non possono essere sprecate dal settore. Sarebbe quindi utile superare la dicotomia suddetta considerando approcci più "di sintesi". Nel prossimo capitolo verranno analizzati più nel dettaglio i modelli di gestione tradizionalmente utilizzati nella prassi.

Capitolo secondo – I modelli "classici" di gestione dei crediti deteriorati, l'importanza della cartolarizzazione

Premessa:

Le NPE possono essere gestite seguendo varie modalità, le quali solitamente riflettono diversi approcci che le singole istituzioni si propongono di utilizzare a seconda delle loro esigenze. La principale scelta alla base delle operazioni effettuate riguarda la possibilità o meno di risolvere il problema del rischio d'insolvenza del singolo credito deteriorato internamente o esternamente. Per gestione interna s'intende tutto l'apparato manageriale (spesso altamente specializzato) il cui obiettivo è quello di migliorare o reintegrare le posizioni creditizie che risultano insolventi o comunque prossime a diventarle. Quando, invece, si opta per la gestione esterna, il prestito erogato viene alienato. Più concretamente, risulta molto difficile discernere modelli precisi date situazioni specifiche: nella fattispecie, gli strumenti utilizzati dagli istituti bancari sono innumerevoli e spesso alcuni di essi differiscono tra loro più per il nome che per la forma. Per facilitare la trattazione dell'argomento, è opportuno cercare di fornire una suddivisione logica stilizzata degli approcci di rapida intuizione immaginando la gestione dei NPL come uno spettro nel quale in un estremo troviamo la strategia di massima gestione interna senza puntare a ristrutturazioni delle condizioni del prestito (cd *held approach*), nell'altro troviamo la cessione diretta del credito a terze parti, alle quali è rimandato l'onere di massimizzarne il recupero. I fatti, però, dimostrano come le due strategie principalmente utilizzate siano quelle di operare internamente attraverso concessioni/ristrutturazioni delle esposizioni (cd *forbearance*), oppure cederle attraverso uno strumento complesso quale è la cartolarizzazione. Nel capitolo ci si soffermerà pertanto sull'analisi di questi due modelli gestionali.

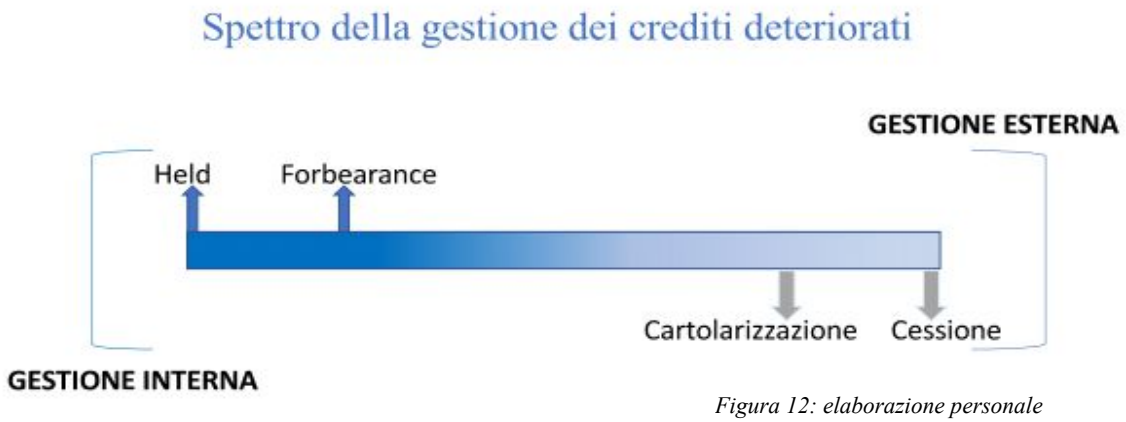


Figura 12: elaborazione personale

2.1– Ruoli, condizioni regolamentari e vantaggi/svantaggi della forbearance

All'interno dello "spettro" della gestione dei *non-performing loans* il ruolo delle operazioni manageriali svolte nei rami delle imprese bancarie è mutato notevolmente in Europa, soprattutto a causa del mutamento delle condizioni creditizie delle varie economie durante e dopo la doppia crisi che, abbiamo visto, ha colpito il continente tra il 2008 e il 2011/12. In passato, il rapporto tra crediti deteriorati ed erogati era stato sostanzialmente molto basso in relazione agli standard recenti. Per tale ragione, il momento della scelta dicotomica tra gestione interna o esterna non rappresentava una costante, ed era comunque più semplice che negli ultimi anni. A riguardo, basta pensare che la cartolarizzazione non è stata considerata una decisione contemplabile nel Vecchio Continente per molto tempo. Quanto successo nel periodo recessivo ha inevitabilmente comportato un cambio di rotta nel settore del management dei crediti, e sia gli organi di regolamentazione, sia le banche stesse, hanno dovuto ripensare la struttura, portando il settore a dover far fronte al problema seguendo numerose strategie. Volendo iniziare con una distinzione lessicale, va spiegato che la *forbearance* è una delle possibili strategie operative del cosiddetto "approccio *held*". Questo approccio (3) è inquadrato dalla BCE come l'insieme delle operazioni che la banca attua per la gestione dei crediti deteriorati con l'obiettivo di non disporne, ovvero di non coinvolgere terze parti nei rapporti con i debitori. Secondo le più recenti linee guida dell'organo di vigilanza comunitario, la strategia più estrema di questo approccio (che viene descritta inequivocabilmente con un termine che in italiano andrebbe tradotto con "grazia"), cioè quella di procedere attraverso operazioni che non comprendono alcun tipo di ridiscussione dei rapporti di credito, è ritenuta da evitare assolutamente date le condizioni attuali del settore. La BCE, dunque, enfatizza nella sua *guidance* il ruolo della *forbearance,* predisponendola chiaramente come la strategia interna che garantisce una maggiore efficacia in quanto consente alla banca di diminuire il peso in bilancio del credito deteriorato successivamente all'accordo di ristrutturazione. Operare in questo senso comporta d'incorrere in una perdita, vero, ma che sarebbe da considerare più che altro un "sacrificio" per permettere alla controparte avere maggiori probabilità di uscire dallo stato d'insolvenza.

Esistono due tipologie di misure che possono essere prese:

i. Si opera in ottica di breve periodo, attraverso ristrutturazioni di natura momentanea principalmente attraverso la cancellazione/diminuzione di quote interessi o rate per un periodo limitato. Ciò può avvenire qualora lo stato d'insolvenza sia dimostrato essere solamente passeggero e causato da problemi di liquidità facilmente risolvibili, ma anche qualora intercorra un rapporto duraturo di fiducia tra l'istituto bancario ed il cliente che lasci pensare oggettivamente al *commitment* futuro del debitore nel rientrare all'interno dei parametri di solvibilità;

ii. Nel lungo periodo, le misure devono necessariamente far parte di un più ampio ripensamento della struttura del rapporto creditizio, attraverso qualsiasi tipologia di riduzione del bilancio debitorio oppure, per usare un termine altamente giurisprudenziale, di novazione del rapporto. In sostanza, ogni accordo di ristrutturazione dei debiti (sia esso privato o giudiziale) tra banca e debitore è da considerare parte della strategia di *forbearance* (24).

Ad ogni modo, la scelta di optare per la strategia suddetta non può prescindere dall'accertamento da parte dell'istituzione finanziaria della concreta possibilità di recupero, anche se parziale, dei crediti deteriorati oggetto delle misure da mettere in atto. Per arrivare a ciò la banca è tenuta ad analizzare le prospettive di rimborso del debitore monitorando varie aree focali, tra le quali è necessario enunciare il piano industriale futuro, l'atteggiamento cooperativo e la posizione del *core business* all'interno del settore nei casi di imprese. Per quanto riguarda invece le famiglie, il monitoraggio, secondo l'organo di vigilanza (3) , dovrebbe concentrarsi su aree abbastanza ovvie quali lo standard di vita, il reddito del debitore, nonché ulteriori asset di proprietà dello stesso e compararli con i gradi ipotecari cui la banca farebbe parte in caso di liquidazione. Oltre a quanto detto finora, bisogna aggiungere che la decisione di procedere con la *forbearance* dipende anche dalla situazione finanziaria dell'istituto: nel momento in cui la strategia fallisse l'obiettivo la banca dovrebbe essere comunque in grado di far fronte con il proprio patrimonio alla copertura delle perdite inattese. Il fatto costituisce il principale svantaggio strutturale di questa tipologia di gestione, poiché risulta difficilmente attuabile nei casi di marcato stress finanziario.

Passando in rassegna la prassi consigliata agli istituti locali, i quali -si ricorda- sono soggetti alla vigilanza dell'organo nazionale (Banca d'Italia), il nocciolo della questione non cambia: le banche locali sono tenute ad utilizzare la *forbearance* come misura orientata al recupero della maggiore

porzione possibile dei crediti in sofferenza, ovvero nei casi in cui le altre opzioni risultino meno adeguate. La linea della Banca d'Italia (21), però, oltre all'importanza della comparazione con misure alternative, enfatizza maggiormente il ruolo della strategia come susseguente ad un progetto ben delineato, scelto attivamente e non temporaneamente con il solo scopo di mantenere la voce in bilancio del singolo credito per procrastinare le perdite (prassi che, come abbiamo visto nel capitolo precedente, è stata per decenni una realtà nel management bancario italiano).

Riassumendo, i vantaggi impliciti ad un approccio attivo nei confronti della *forbearance* sono da ricondurre essenzialmente alle possibilità, tramite varie tipologie di ristrutturazioni dei debiti, di ridurre la probabilità di incorrere in perdite maggiori ed evitare di procedere attraverso la sgradevole e tortuosa via della liquidazione del patrimonio del debitore, incorrendo tra l'altro anche in costi affatto limitati. Dal punto di vista opposto, come fa notare P.Carriere (25), tra i crediti deteriorati oltre ad esservene alcuni che non sono attivamente recuperabili per i motivi illustrati in precedenza, ve ne sono talvolta altri le cui condizioni di solvibilità non sono abbastanza gravi dal dover necessariamente intraprendere azioni di ristrutturazione. A ben riflettere, tra le fattispecie di NPE ve n'è una che, per definizione, non è definitivamente "deteriorata" ma più "in via di deterioramento": quella degli *Unlikely-to-pay.* Le inadempienze probabili, oltre ad essere la tipologia di asset facente parte del mondo NPL dalla sorte più incerta, sono anche i crediti più difficilmente controllabili e accordabili con predeterminate strategie. PricewaterhouseCoopers evidenzia, in un dossier specifico sul mercato UtP (12), proprio come la loro variabilità sia un fattore determinante enorme complessità nella gestione degli stessi, per questo comprendere correttamente la natura della singola inadempienza è cruciale per poter procedere in maniera efficace con la strategia *forbearance:* vi possono essere casi di crediti i cui pagamenti sono semplicemente scaduti e, data la policy aziendale della banca, sono stati quindi inseriti nella categoria UtP. Perché procedere con richieste di ristrutturazione? Non potrebbe la controparte d'altronde essere semplicemente in difficoltà temporanea? Qualora non lo fosse, però, qual è effettivamente la probabilità che tale situazione sfoci in insolvenza vera e propria? Allo stesso modo, un credito UtP che è scaduto da lungo tempo, per quale motivo non dovrebbe essere riconsiderato ed inserito all'interno dei *bad loans*? A quel punto, come approcciare la *forbearance* in maniera adeguata? Si potrebbe andare avanti con ulteriori dubbi e perplessità sul tema, l'aspetto da considerare è che generalmente un'inadempienza probabile è difficile da gestire per le banche e necessita di strutture ultra-specializzate che si portano dietro costi operativi molto alti. La

tendenza degli ultimi anni comunque è stata quella di aumentare progressivamente la percentuale di *forbearance* all'interno del panorama UtP in Italia (grafico), e sono state create parallelamente numerose unità strategiche all'interno dei management bancari.

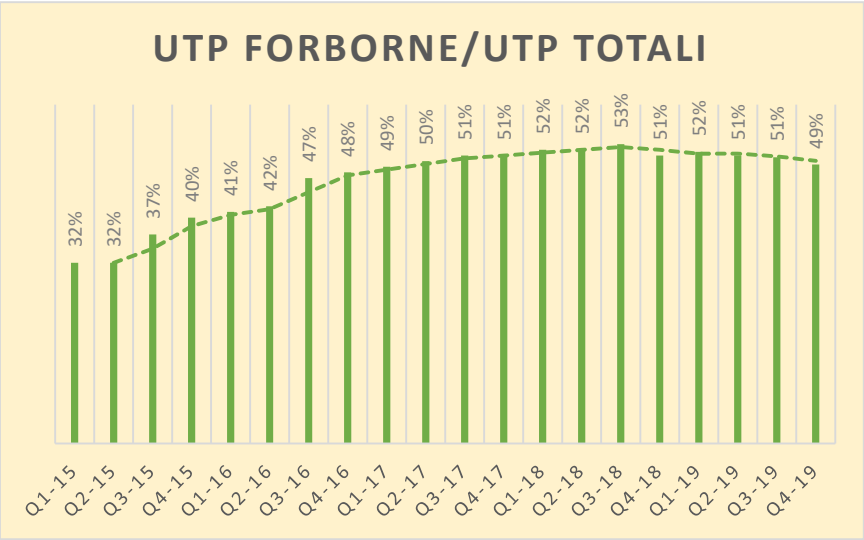


Figura 13: Fonte: ampliamento personale con dati aggiornati a fine 2019 di un grafico elaborato da PWC (12)

Le banche italiane hanno scelto sempre di più la via della ristrutturazione degli UtP tra 2015 e 2017, per poi stabilizzare la tendenza negli ultimi tre anni, i motivi di tale stabilizzazione verranno compresi in seguito. In conclusione, la *forbearance* può essere considerata un'alternativa percorribile nel caso l'istituto non abbia pressioni di liquidità, né contenga al suo interno uno stock di UtP e *bad loans* alto. Ad ogni modo la scelta appare adeguata in maniera non più che sub-ottimale.

2.2- La cartolarizzazione: struttura e importanza nella gestione delle NPE

Quando la quantità di crediti deteriorati all'interno di un bilancio bancario è troppo elevata o, pur non essendolo, l'istituto ritiene opportuno liberare dall'attivo dello spazio per aumentare la disponibilità di fondi da poter impiegare con nuovi strumenti creditizi, la gestione interna viene presa generalmente poco in considerazione: si preferisce quindi scegliere tutte quelle operazioni che permettano di cedere i crediti *non-performing* a terze parti, risparmiando principalmente i costi monetari e temporali che la struttura manageriale interna comporterebbe. L'opzione più risolutiva in questo caso è quella di procedere con la cessione diretta di una parte del portafoglio deteriorato, la cd "*straight sale*". La cessione diretta è spesso la via preferita dalle banche in quanto avviene rapidamente e consente di evitare qualsiasi problema futuro con le controparti, salvo il caso si proceda tramite la formula *pro solvendo* (26). Apparentemente sembrerebbe una possibilità molto

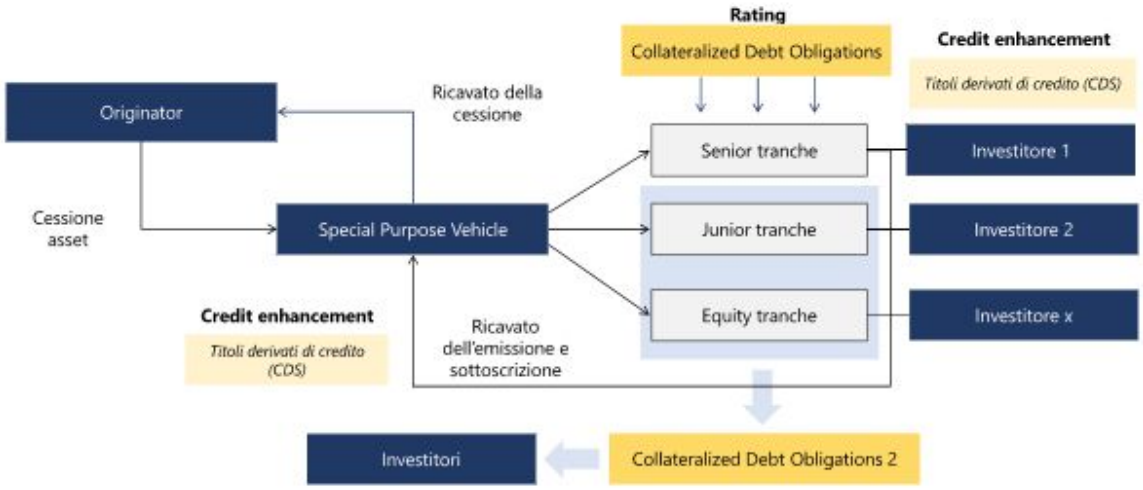
appetibile in quanto non presenta enormi criticità intrinseche se non quelle riferite alla disponibilità da parte di investitori terzi di acquistare i crediti oggetto della cessione. In realtà, la *straight sale* rappresenta la via meno redditizia di tutte per gestire i NPL in quanto il costo di una cessione diretta è spesso molto alto in termini di tasso di recupero (nei casi di portafogli composti da crediti non garantiti, per esempio, il prezzo fissato difficilmente supera il 10% del valore contabile degli stessi (27)). Il motivo è piuttosto semplice: trattandosi di titoli di credito scaduti da tempo, nei quali le controparti sono di frequente insolventi, gli investitori possono esserne attratti solamente qualora il rendimento che cercano sia potenzialmente molto alto. Ai *buyers,* perciò, non resta che compiere offerte a prezzi molto vantaggiosi per coprirsi dal rischio di default di questi titoli, peraltro altissimo.

La cessione diretta, però, non è l'unica possibilità disponibile agli intermediari creditizi per esternalizzare la gestione dei crediti deteriorati. Dalla metà degli anni Settanta è stato progressivamente adottato uno strumento finanziario strutturato che permette di collocare sul mercato emettendo titoli con sottostanti attività tipicamente "illiquide" come i prestiti bancari: la cartolarizzazione (28). Essa consente agli istituti bancari, nel contesto NPL, di cedere indirettamente i crediti non performanti impacchettandoli in titoli di credito. Il processo è indiretto in quanto inizialmente i titoli vengono ceduti ad una società autorizzata e costituita appositamente per questa tipologia di operazioni, denominata *"Special Purpose Vehicle" (SPV)*, la quale è spesso di proprietà completa o parziale della banca cedente, chiamata nel lessico finanziario *"originator"*. Una volta acquistati i crediti, la società li trasforma in titoli e li emette sul mercato, attraendo i potenziali investitori, che tipicamente sono fondi d'investimento di varia natura. Il titolo emesso risulta quindi essere a tutti gli effetti un'obbligazione i cui flussi di cassa successivi da versare agli investitori dipendono ovviamente dall'effettivo recupero da parte della società dei crediti sottostanti. Tramite i proventi dell'emissione, la SPV paga l'acquisto delle attività all'*originator.* La tipologia di titoli emessi prende il nome di *"Asset-backed Securities" (ABS),* in quanto le attività sottostanti sono degli asset dall'origine variegata. All'interno degli ABS si compone la tipologia più diffusa nelle cartolarizzazioni: i mutui ipotecari, i cui titoli prendono il nome di *"Mortgage-backed Securities" (MBS).* Dato che, come spiegato in precedenza, all'interno dei crediti deteriorati vi è una variabilità enorme riguardo le diverse entità degli stati d'insolvenza, i titoli vengono standardizzati a seconda delle categorie di rischio annesse. Il processo in questione, il cd *"credit tranching"*, determina concretamente le sorti negoziali dei vari titoli, poiché verranno

acquistati a condizioni molto differenti (soprattutto dal punto di vista del grado di prelazione nel rimborso delle quote capitali e delle quote interessi) tra loro da investitori specializzati a loro volta di categorie diverse. La cosiddetta "cascata dei pagamenti" ordina la struttura e l'ordine degli stessi nelle varie tranches secondo i diversi gradi di subordinazione:

- La tranche *senior* è quella contenente i titoli con *rating* più elevato, ovvero quelli che presentano il minor grado di rischio. I sottoscrittori delle *senior notes* hanno la prelazione sui rimborsi nelle varie scadenze e saranno i primi ai quali spetteranno i ricavati dalle liquidazioni nei casi di fallimento dei debitori, situazione tutt'altro che improbabile;
- La tranche *mezzanine* si trova nella posizione intermedia nella cascata dei pagamenti ed è caratterizzata da un più elevato rischio di default rispetto alla precedente. Siccome le *mezzanine* sono postergate rispetto alle *senior,* il sistema dei pagamenti "a cascata" implica che i sottoscrittori riceveranno i pagamenti loro dovuti solo in seguito al completo pagamento dei creditori che li precedono;
- La tranche *junior,* nettamente la più rischiosa, il cui grado di postergazione è massimo. I sottoscrittori, quindi, verranno soddisfatti solo in seguito al soddisfacimento dei crediti vantati dai soggetti con grado superiore di prelazione.

Figura 14: Struttura della cartolarizzazione. Fonte: Previtali D. (2020). Materiale didattico di "Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari". LUISS UNIVERSITY



A determinare l'appartenenza di un titolo all'interno di una o un'altra categoria è principalmente la presenza e soprattutto la tipologia di garanzie. Il processo con il quale ad un titolo vengono agganciate garanzie è detto *"credit enhancement"*. Molto spesso, a regolare i rischi assunti tra i

vari soggetti che partecipano alle cartolarizzazioni vi è un altro strumento di *credit enhancement:* un contratto di assicurazione che copre l'assuntore del rischio di credito annesso ai titoli. Lo strumento è denominato *"Credit Default Swap" (CDS),* ed è strutturato ufficialmente come uno scambio tra due parti nel quale l'assuntore originario del rischio (di solito il sottoscrittore del titolo cartolarizzato) paga un premio all'assicuratore e riceve in cambio la garanzia che quest'ultimo, in caso di default del debitore, acquisterà il titolo, accollandosi perciò il rischio. A rigor di logica, il *rating* di un'obbligazione di debito cartolarizzato (*CDO*- questo il nome ufficiale dei titoli emessi) sarà altamente influenzato dalla presenza o meno di garanzie e a sua volta dal valore del bene oggetto di garanzia: un CDO il cui sottostante è un mutuo ipotecario avrà un *rating* ben diverso da un CDO garantito da un bene mobile dal valore limitato.

Rispetto alla cessione diretta, la cartolarizzazione presenta numerosi vantaggi data la sua struttura, sia per la banca cedente che per gli investitori acquirenti. In particolare, i vantaggi possono essere ricondotti a tre fattori (26):

1) Cedere crediti tramite cartolarizzazioni porta ad un costo del *deleveraging* più basso per l'intermediario creditizio, in quanto il rischio idiosincratico d'insolvenza è mitigato attraverso la standardizzazione dei prestiti in titoli omogenei, che porta il veicolo ad emettere passività in "pacchetti" maggiormente diversificati;
2) Data la natura diversificata delle tranches, il *recovery rate* dei titoli cartolarizzati è più alto generalmente rispetto a quello dei portafogli di crediti ceduti singolarmente, permettendo agli investitori di vantare maggiori profitti e agli istituti bancari di avere maggiore potere contrattuale durante le negoziazioni;
3) Nonostante -è bene farlo presente- rimangano strumenti finanziari altamente rischiosi, i CDOs hanno un profilo decisamente più attrattivo per investitori esterni soprattutto quando sono garantiti da enti governativi o grandi compagnie di assicurazione (nel caso vi siano agganciati dei CDS).

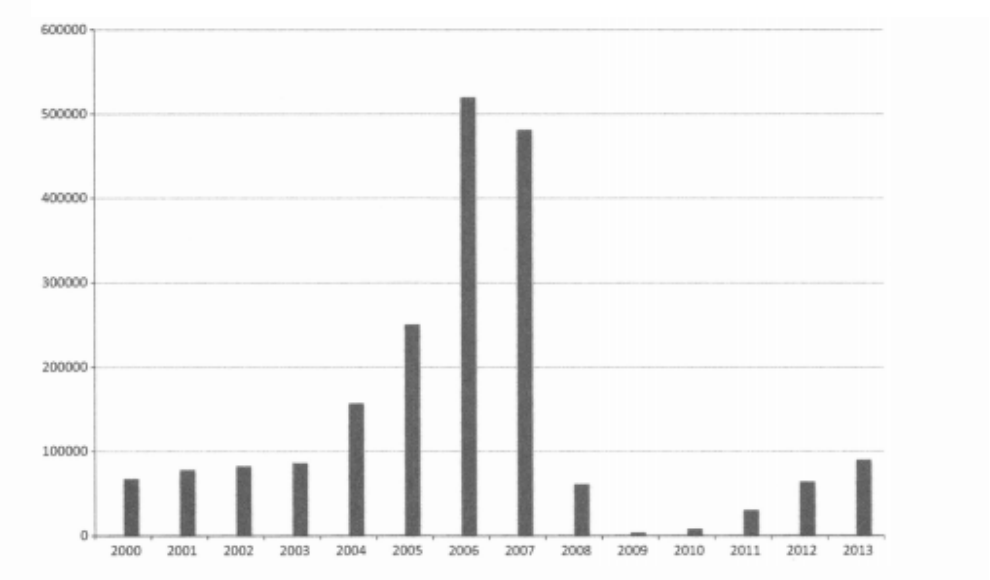
In Italia è stato creato appositamente a tal senso un fondo di garanzia statale, costituendo definitivamente lo strumento che ha reso la cartolarizzazione una via maggiormente redditizia per le banche rispetto alla *straight sale.* Se molti portafogli vengono ancora ceduti direttamente a terzi, ciò è solamente dovuto a situazioni drammatiche di necessario *deleveraging* che talune imprese stanno affrontando negli ultimi anni: nei casi estremi, quando non c'è più spazio o tempo per

tentare con vie maggiormente sofisticate di gestione dei crediti in sofferenza, la cessione diretta risulta la più semplice, pur essendo probabilmente la meno redditizia tra tutte le opzioni possibili.

La cartolarizzazione intesa come processo di trasformazione di attività illiquide in attività negoziabili sul mercato nacque alla fine del Diciassettesimo secolo in Nord-Europa e venne utilizzata ad intermittenza (negli anni Settanta e Ottanta del secolo XIX e, per la prima volta negli Stati Uniti, durante la bolla finanziaria dei *roaring Twenties*) con fortune alterne e molti detrattori all'interno del panorama finanziario (29). Dagli anni Settanta del secolo scorso, invece, si assistette ad una vera e propria esplosione delle attività cartolarizzate negli USA, ad opera delle imprese supportate dal governo centrale che si occupano del mercato immobiliare (*Freddie Mac, Ginnie Mae, Fannie Mae*), tristemente note oramai anche fuori dal panorama statunitense per le condizioni nelle quali versavano dopo lo scoppio della Grande Recessione. I manager di queste società capirono ben presto che tramite la creazione e contestuale emissione di MBS sarebbe stato loro possibile reperire i fondi necessari per aumentare l'attività di prestiti immobiliari, cosa che avvenne in maniera vertiginosa in particolare nel decennio successivo, anche grazie alle politiche di deregolamentazione finanziaria e fiscale del governo statunitense di quel periodo ("*Reaganomics"*). Osservando attentamente lo schema delle cartolarizzazioni immobiliari pre-crisi, si può notare come il *quid* della decisione di procedere con lo strumento è del tutto differente da quello che si potrebbe pensare possa essere alla base: la cartolarizzazione non veniva utilizzata per alleggerire il peso di crediti deteriorati, anche perché per decenni il sistema immobiliare degli USA è stato indiscutibilmente il più funzionante all'interno dei paesi con economie di mercato sviluppate, bensì puramente per moltiplicare la possibilità di emettere delle nuove attività. La differenza potrebbe sembrare sottile ma non lo è affatto in quanto operare con la seconda logica significa abbattere quasi "filosoficamente" le fondamenta dell'attività di credito: non si presta più perché si crede nelle concrete possibilità di sviluppo e di rimborso della controparte (modello *originate to hold- OTH*), ma si concedono prestiti per aumentare le attività in bilancio e con la totale coscienza che quel determinato prestito emesso verrà, non appena possibile, ceduto a terze parti (modello *originate to distribute- OTD*). La conseguenza naturale del passaggio da una filosofia di credito OTH ad una OTD è immediata: il merito creditizio del prenditore del prestito passa in secondo piano per l'istituzione finanziaria, che non avrà nessun incentivo a selezionare e/o monitorare il debitore, ma solamente l'interesse a riempire il proprio bilancio di attività emesse. Dette attività, tra l'altro, non sono neanche soggette al rischio d'insolvenza in quanto sono

cartolarizzate e cedute ad investitori che ovviamente non hanno né gli strumenti, né le competenze, né la minima volontà di monitorare le famiglie debitrici. Il risultato di lungo periodo del processo di OTD (29) attraverso le cartolarizzazioni è che il boom dell'attività creditizia attirerà soggetti dal dubbio merito creditizio a chiedere prestiti (selezione avversa). Allo stesso tempo le istituzioni non saranno minimamente incentivate a procedere con il razionamento del credito, e finiranno con il concedere prestiti ai soggetti cd. *subprime* (azzardo morale). Quanto spiegato finora accadde, tramite un processo graduale durato una trentina d'anni, esattamente negli Stati Uniti. All'inizio degli anni Duemila, complice anche un apparato (de)regolamentare che andava di pari passo sempre di più con le spinte ultraliberiste di alcuni gruppi di potere nel settore finanziario americano, la situazione raggiunse livelli insostenibili, come possibile rintracciare dal grafico. Proprio nel momento del picco, nel 2006, il mercato immobiliare statunitense iniziò a dare segni di cedimento, e trainò nei due anni successivi l'economia americana verso la più grande crisi dei precedenti settanta anni di storia. Da allora sono stati sollevati numerosi dibattiti per quanto concerne l'eticità sottostante le operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Secondo alcuni, come ad esempio Buchanan (2016) (29), non si è fatto abbastanza. Secondo altri, il problema dell'OTD non esiste più negli ultimi anni. La questione, oltre che essere importante sotto il profilo etico, è secondo il sottoscritto da porre anche sotto il profilo dell'utilità, e la risposta sembra ormai essere pacificamente affermativa: la cartolarizzazione è uno strumento utile e talvolta anche molto redditizio. Il vero problema risiede principalmente quindi nell'utilizzo che si fa dello strumento, non nello strumento in sé.

Figura 15: Emissione di CDO nel mondo 2000-2013 (milioni di $). Fonte: Buchanan B. (2016). Securitization: A Financing Vehicle for All Seasons?; Journal of Business Ethics



In termini di rischiosità per le imprese bancarie la cartolarizzazione presenta, come dimostrato da Chen Z. et al., una notevole complessità per effettuare stime e calcoli esaustivi (30), ma è comunque possibile generalizzare gli effetti della *securitization* sui bilanci utilizzando degli indici sintetici di matrice multivariata. Il più importante tra essi, o quanto meno il maggiormente utilizzato, è lo *Z-score* di Altman. L'indicatore è uno dei modelli di *credit scoring* previsionali normalmente utilizzati dalle banche durante la fase di *screening* della controparte (societaria) in sede di fase istruttoria precedente all'erogazione del prestito, e sintetizza un punteggio al quale corrisponde una data probabilità di default (7). Le variabili sono normalmente associabili ad indicatori fondamentali delle imprese non finanziarie (EBIT, totale degli asset, valore di mercato, capitale circolante, debito totale, utile non distribuito, valore contabile dell'azienda), nel caso dello studio in questione (30) però l'indice viene strutturato differentemente, essendo inserito infatti tra le variabili che impattano sul rischio specifico di un'ipotetica banca il *securitization ratio,* dato dal rapporto tra il totale degli asset cartolarizzati in bilancio e la totalità degli attivi per ogni singola tipologia di strumento (in sostanza, titoli MBS e non). L'indice di Altman è approssimabile come la distanza del soggetto considerato dal default, perciò un risultato quantitativamente minore implica un rischio maggiore. Il risultato dello studio dimostra come mediamente uno scostamento marginale (+1%) nella variabilità (che viene misurata attraverso la deviazione standard in statistica ed econometria) del rapporto tra attività cartolarizzate e totale delle attività, per una data tipologia di titoli emessi, comporta uno scostamento medio del 10,99% nella variabilità dello Z-score calcolato per la banca considerata. Il dato dimostra che la cartolarizzazione impatta enormemente sul rischio specifico dell'*originator.* Oltre a questo risultato, ve ne sono altri tre da considerare rilevanti riguardo gli effetti dello strumento negli istituti bancari:

- La correlazione tra Z-score e dimensione aziendale è negativa, interpretabile sia come dovuta al fatto che probabilmente a cartolarizzare sono maggiormente le banche di grandi dimensioni, ma anche come tendenza delle stesse ad assumersi maggiori rischi;
- L'indice è minore per gli strumenti MBS che per quelli non-MBS, ma allo stesso tempo i mutui immobiliari sono impacchettabili con maggiore facilità, andando a costituire perciò un *trade-off* tra *risk taking* e complessità operativa (e anche di mercato perché tendenzialmente gli investitori di titoli cartolarizzati preferiscono acquistare CDOs con sottostanti immobiliari);
- In termini generali, attuare il processo consente alle banche di diversificare i rischi assunti nel breve periodo, ma nel lungo ne implica di maggiori, avvicinando gli istituti all'insolvenza.

Volendo sintetizzare quanto visto finora, si può affermare che la cartolarizzazione è uno strumento controverso: possiede numerosi aspetti di opportunità e convenienza, ma le modalità di utilizzo che ne vengono fatte, e se ne fanno tuttora in alcuni casi, comporta anche molteplici criticità sotto il piano dei rischi specifici e sistemici.

Proprio sulle criticità della cartolarizzazione si sono concentrate, tra i vari *focus* recenti, le autorità di vigilanza del settore bancario in Europa. Essendo stato uno dei fattori scatenanti della crisi, tra la fine degli anni Duemila e l'inizio del decennio scorso lo scetticismo all'interno del settore finanziario nei confronti dello strumento era ai massimi storici nel continente, mentre al di fuori del settore, nonostante una consapevolezza minima e talvolta inesistente della struttura della cartolarizzazione, i drammatici strascichi sociali che il periodo si portava dietro resero l'opinione pubblica ancor più avversa alla questione. La BCE decise ragionevolmente di dover introdurre dei cambiamenti per rendere le cartolarizzazioni più trasparenti sotto il profilo informativo e anche maggiormente "pesanti" su quello strettamente contabile (31). Il primo passo (2009) fu quello di rendere obbligatoria la rendicontazione, su base trimestrale, delle informazioni su tutte le ABS emesse dal singolo operatore bancario. Successivamente, furono adottate misure per standardizzare i procedimenti di *rating* dei titoli e dal 2014 l'organismo di *central banking* iniziò ad acquistare titoli cartolarizzati all'interno delle misure che avevano come obiettivo principale l'immissione di liquidità all'interno del settore finanziario, il cd. "*Quantitative Easing"*. Con la creazione di una *data warehouse* per la raccolta e l'elaborazione di dati incrociati sulle operazioni del settore bancario, infine, venne completato il processo di regolamentazione che molti auspicavano per migliorare il settore. Stando alle evidenze empiriche dimostrate da Klein et al. (2020), effettivamente il rischio derivante dalle cartolarizzazioni sembra essere diminuito nel modo sperato: il *risk appetite* degli investitori su questi titoli strutturati è tornato ai livelli pre-crisi (ricordo che si può interpretare questa notizia sia positivamente che negativamente), ma con una disciplina di mercato nettamente più regolamentata e sostenibile. Secondo alcune stime econometriche, l'insieme di politiche dettate dall'organo comunitario di vigilanza ha contribuito positivamente sulla diminuzione delle perdite e soprattutto dei tassi di default.

Sotto il profilo della normativa internazionale, le sfortune della cartolarizzazione hanno comportato la presa di coscienza da parte del Comitato di Basilea di errori strategici nella stesura del framework del cd. "Basilea 2". Fondamentalmente, anche la più ossequiosa attuazione del

regolamento non avrebbe potuto rendere un investitore esente dai rischi che le cartolarizzazioni incorporano data la loro struttura (32). In particolare, il ricorso ai *rating* esterni si era dimostrato tutto fuorché efficiente e trasparente, visti i numerosi conflitti d'interesse che accomunavano varie istituzioni finanziarie e le agenzie che offrivano suddetti servizi. La risposta del Comitato è stata quella di dare la priorità ai modelli interni di *rating* del rischio di credito e di cartolarizzazione, modelli che presentano metodologie di calcolo molto complesse (7), ma allo stesso tempo più affidabili. Qualora l'istituto, per motivi dimensionali od operativi, non avesse la possibilità concreta di applicare modelli interni, soltanto allora potrebbe rivolgersi ad un operatore esterno specializzato. Oltre a modificare le metodologie di calcolo, il Comitato ha aumentato notevolmente i fattori di ponderazione per le categorie di titoli che risultano molto rischiosi, mentre ha mantenuto un approccio più cauto sulle tranche s*enior* provviste di garanzie di un certo livello e adeguatamente rese pubbliche tramite i documenti aziendali. La BCE ha poi recepito le modifiche al nuovo framework (Basilea 3), introducendo dei requisiti minimi qualitativi che i titoli devono presentare per essere considerati non altamente rischiosi ("cartolarizzazioni STS"): -essere stati omogeneamente emessi sul mercato, senza differenze sostanziali ("semplicità"); -essere adempiuti tutti i doveri informativi circa soggetti, oggetto e tipologia di transazione ("trasparenza"); -presentare strutture non personalizzate ma quanto più possibilmente comparabili ("standardizzazione").

Il *pool* di modifiche ha inevitabilmente colpito anche la normativa italiana, anche se gli obiettivi strategici, come è stato visto, sono negli ultimi anni piuttosto singolari: rispetto ad altre realtà comunitarie a metà del decennio scorso si avvertiva in Italia l'urgenza di far decollare il mercato NPL e di conseguenza indirettamente anche quello delle cartolarizzazioni (32). Le misure prese dal legislatore sono riconducibili a due elementi che caratterizzano il mercato delle cartolarizzazioni:

I. L'intermediario che attua la cartolarizzazione deve mantenere un livello di rischio associato all'operazione insieme alla società veicolo (almeno pari al ventesimo dell'importo ricevuto come finanziamento), la quale a sua volta dovrà avvalersi di uno *sponsor* gestore dei crediti acquistati autorizzato dalla normativa (riforma della legge 130/1999 emanata nel 2016);
II. Attraverso un fondo specifico, il Ministero dell'Economia e delle Finanze si è impegnato a garantire una parte dei crediti cartolarizzati dagli istituti bancari, fino ad un determinato

importo ed esclusivamente a determinati profili di rischio (legge costitutiva della GACS del 2015).

Il risultato finale è stato l'aumento considerevole di NPL cartolarizzati, con diverse caratteristiche differenti all'interno del mercato (22). Effettuando comparazioni con gli altri paesi europei, l'Italia ha un'alta percentuale di tranche *senior* sul totale (mediamente l'80/85% circa dei portafogli cartolarizzati), probabilmente a causa delle richieste del MEF affinché i titoli possano essere soggetti a garanzia statale. Le tranche subordinate, invece, sono molto poco attraenti per gli investitori: presentano un prezzo che varia tra il 2% ed il 15% del valore iscritto nel bilancio dei crediti ceduti. Le stesse banche tendono a segnalare la loro rischiosità trattenendo quasi mai oltre la percentuale richiesta dalla BCE (5%), mentre nel caso delle *senior* la "ritenzione" è nettamente superiore, talvolta pari alla totalità dell'importo cartolarizzato.

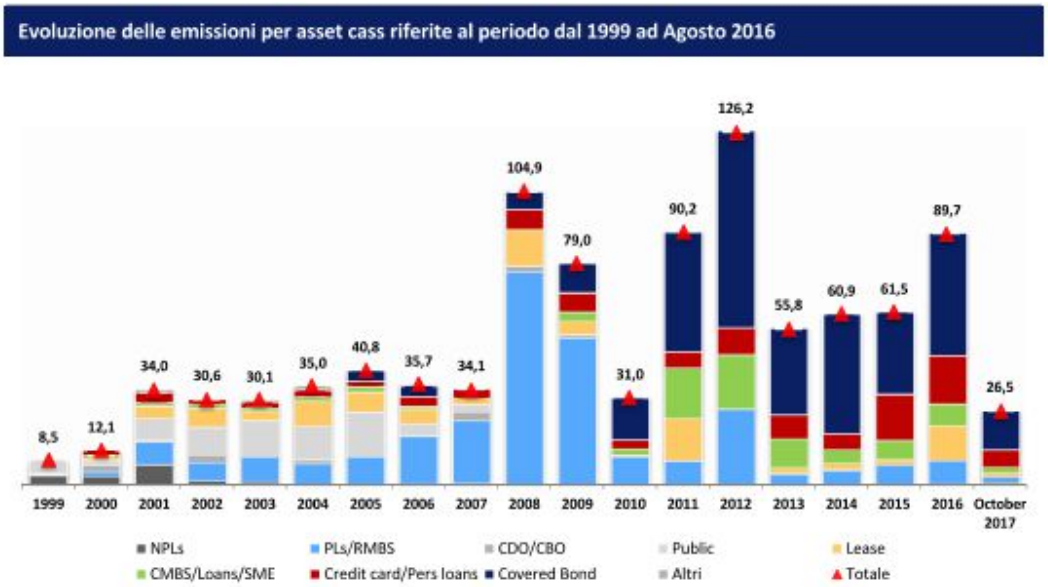


Figura 15: Fonte: AIAF (2017). Le cartolarizzazioni, problemi ed opportunità: un manuale per trovare soluzioni di mercato; Quaderno AIAF 174

L'immagine (quaderno AIAF 174) mostra come la cartolarizzazione in Italia sia stata utilizzata in maniera intensiva, contrariamente ad altri paesi, nel periodo durante e post-crisi. La qualità dei titoli è migliorata sensibilmente: nel decennio appena passato la tipologia di asset più presente è stata quella dei titoli garantiti, oggettivamente meno rischiosa e più recuperabile da soggetti esterni. Al 2017, però, gli NPL erano esiguamente cartolarizzati rispetto ad altri asset.

2.3– Il ruolo della GACS nel mercato italiano delle cartolarizzazioni

Durante il 2015 lo stock di crediti deteriorati in Italia aveva raggiunto livelli prossimi all'insostenibilità. Il rapporto tra *non-performing loans* e il totale dei prestiti erogati dalle banche era superiore al 17%, e alcune di esse vedevano le prospettive di fallimento avvicinarsi sempre di più. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze, dopo lunghe trattative con la Commissione Europea, venne autorizzato a concedere una garanzia sulle cartolarizzazioni per dare slancio ad un mercato che si era già sviluppato rispetto al passato, ma non abbastanza da costituire l'alternativa considerata ottimale sia dagli *originators* che dagli investitori (34). Il MEF procedette attraverso un decreto-legge di durata provvisoria (diciotto mesi) da convertire in legge entro due mesi, all'inizio del 2016.

La caratteristica principale del Fondo di garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze ("GACS") è sicuramente il fatto che essa possa essere rilasciata in via esclusiva per i titoli *senior*, i quali vengono riconosciuti solamente attraverso la valutazione creditizia di un'agenzia esterna (viene ricostituita quindi una certa importanza strategica alle agenzie di *rating* sul tema delle cartolarizzazioni, quantomeno in Italia) facente parte delle tre principali a livello globale: S&P, Moody's, Fitch Ratings. Nello specifico, per essere considerato *senior* il titolo emesso non può avere un rating inferiore all'ultimo *notch* tra quelli considerati *investment grade* (35). Le tranche *senior,* inoltre, devono essere strutturate in maniera adeguata, ovvero con remunerazione a tasso variabile, interessi pagati posticipatamente ogni 3, 6 o 12 mesi e l'eventuale rimborso precedente alla scadenza deve essere giustificato da un inaspettato recupero dei crediti oggetto della cartolarizzazione. Per quanto concerne gli importi, essi scattano solamente dopo che i flussi di pagamenti a favore dell'investitore siano inadempiuti da oltre 60 giorni, oppure da 9 mesi nel caso del rimborso del capitale a scadenza del titolo, a patto che l'*originator* abbia ceduto la maggior parte dei titoli non garantiti (*mezzanine* e *junior*) dalla GACS. Il fondo iniziale era dotato di 100 milioni di euro, la garanzia in ogni caso era "onerosa, incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta a beneficio del detentore" (art.10). Il *servicer NPL*, comunque, doveva non intrattenere alcun rapporto di partecipazione con l'istituto emittente, o in generale alcun conflitto d'interessi con esso. L'ultima caratteristica da non omettere riguarda la determinazione degli importi, i quali erano agganciati ai panieri dei CDS determinati dalle agenzie di *rating* sopra citate e riferibili alle banche emittenti. In questo modo, si è voluto indirettamente regolare anche la negoziazione delle

remunerazioni (quote interessi), per bilanciare il potere contrattuale durante le negoziazioni, che avrebbe potuto comportare prezzi di emissione non favorevoli per le banche (34). Come fece notare C.Fiscale, rispetto alle normative precedenti (Legge 130/99 sulle cartolarizzazioni) il D.LGS sulla GACS risultava essere decisamente più puntuale nella struttura definita, lasciando ben poche possibilità agli investitori e alle banche per negoziare le condizioni dei titoli in modo personalizzato. Lo strumento della garanzia era necessario, ma fu fortemente criticato per l'elevato grado di regolamentazione, che effettivamente non portò all'esplosione del mercato che si sperava nel 2016-17.

Oltre ai motivi d'attrattività del mercato, la garanzia statale era richiesta a gran voce per aumentare l'efficienza del recupero dei crediti deteriorati: nel momento di picco del NPL ratio, la composizione dei portafogli NPL era oltremodo sbilanciata su crediti non garantiti (20), e ricordando quanto detto nel capitolo precedente, il *recovery rate* (circa il 40% nel caso di crediti garantiti, decisamente inferiore nel caso di crediti "nudi") e la DRT erano ancorati su valori non sostenibili sul lungo periodo per il settore bancario.

L'impiego di garanzie nelle procedure di liquidazione dei crediti alla fine del 2014
(valori percentuali)

	Totale	Accordi stragiudiziali	Procedure giudiziarie	*di cui: procedure fallimentari*	*concordato preventivo*	*esecuzioni immobiliari*
(a.1) Ripartizione sulla base del numero delle posizioni						
Non garantite	36,6	36,2	36,6	*36,5*	*47,3*	*33,7*
Garanzie personali	49,3	53,5	49,1	*52,2*	*40,0*	*47,3*
Garanzie reali	14,2	10,3	14,3	*11,3*	*12,7*	*19,0*
(a.2) Ripartizione sulla base degli importi						
Non garantite	28,9	24,2	29,1	30,0	40,7	13,5
Garanzie personali	29,1	34,2	29,0	34,0	27,4	18,1
Garanzie reali	41,9	41,7	41,9	36,0	31,8	68,4

L'impiego di garanzie nelle ristrutturazioni dei crediti alla fine del 2014
(valori percentuali)

	Totale	Accordi stragiudiziali	Procedure giudiziarie	*di cui: concordato preventivo*	*accordi di ristruttura-zione*	*piani di risa-namento*
(a.1) Ripartizione sulla base del numero delle posizioni						
Non garantite	37,3	26,7	61,4	81,0	56,2	49,2
Garanzie personali	22,9	26,5	14,9	8,9	13,5	20,0
Garanzie reali	39,7	46,8	23,7	10,1	30,4	30,8
(a.2) Ripartizione sulla base degli importi						
Non garantite	40,6	36,2	43,8	55,7	41,3	43,6
Garanzie personali	9,3	9,4	9,2	10,3	7,8	10,0
Garanzie reali	50,1	54,4	46,9	34,1	51,0	46,5

Figura 16 e 17: Fonte: Carpinelli L., Cascarino G., Giacomelli S., Vacca V. (2016). La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane. Questioni di Economia e Finanza

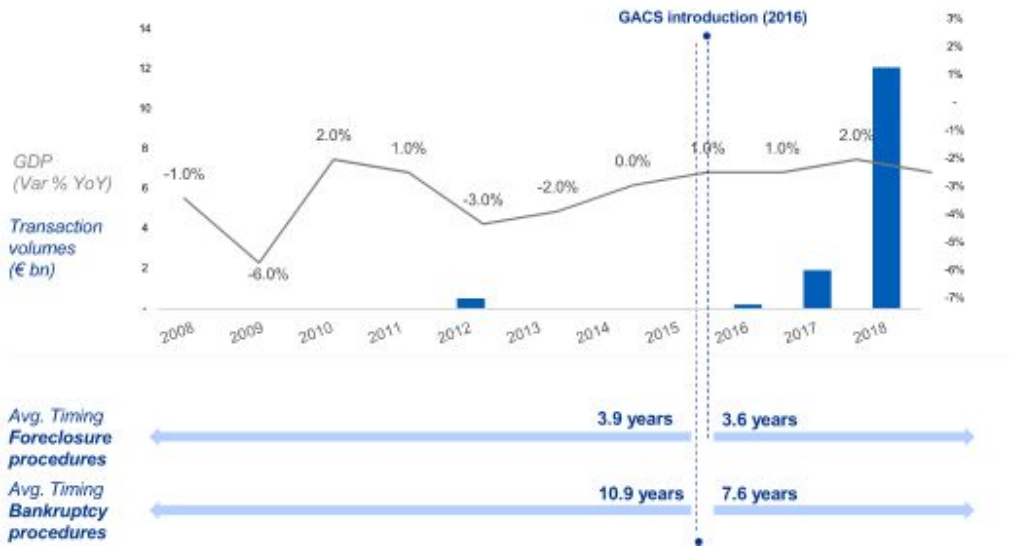
L'introduzione della GACS sembrava perciò in grado di risolvere le ormai croniche criticità che affliggevano il mercato dei crediti deteriorati e la gestione degli stessi, in maniera se non definitiva, quantomeno molto efficace.

In realtà, il fondo iniziale permise il completamento di sole 4 transazioni per i mesi nei quali fu costituito (Q3 2016-Q4 2017), per un valore totale di 3,2 miliardi di euro: non certo il successo sperato al momento dell'approvazione del decreto-legge (36). Il decreto è stato successivamente prorogato fino a marzo del 2019, dotandolo di capacità superiori (da 100 milioni si è passati a 220

milioni gestiti da Consap, più i premi assicurativi che il fondo ricevette dalle banche che avevano proceduto con la richiesta di copertura) e semplificando le procedure per l'escussione della garanzia. I risultati auspicati sono diventati finalmente realtà nel 2018: complice anche il "caso MPS", il valore di sofferenze e inadempienze probabili (quest'ultime in misura veramente minima) cartolarizzate è stato di circa 50 (!) miliardi di euro (di cui il 60% garantiti dalla GACS), che corrisponde ai 5/6 dei crediti deteriorati oggetto di cartolarizzazioni nell'intera UE. Nel 2019, secondo Banca IFIS (11), il volume è stato di circa 32 miliardi, in diminuzione rispetto all'anno precedente, ma solo il 28% di essi con garanzia statale.

La GACS, insieme alla riforma sulle tempistiche delle procedure fallimentari del 2015, ha contribuito nei due anni precedenti alla rapida diminuzione del *NPL ratio*.

Figura 17: Volume di NPL cartolarizzati in Italia e variazione del PIL nominale (2008-2018)



Fonte: KPMG (2019). GACS tool in the Italian Non-Performing Loans space; KPMG;

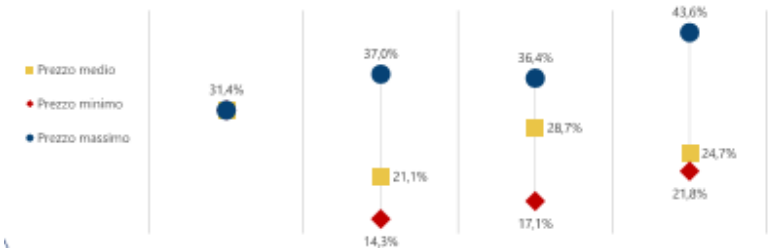
Gli obiettivi che lo strumento è riuscito a raggiungere sono stati:

- L'aumento della profondità e della liquidità del mercato delle cartolarizzazioni, attraverso negoziazioni più veloci rispetto al passato e caratterizzate da un *bid-ask spread* inferiore;
- Maggiori prezzi di emissione delle tranche *senior* e *mezzanine,* seppur non in modo entusiasmante (circa il 5% in più del valore di bilancio dei crediti cartolarizzati);
- L'incremento dell'attrattività del mercato, soprattutto nel biennio 2018-19, per gli investitori,
- La diminuzione di oltre il 50% delle sofferenze sopportate nei bilanci dagli istituti.

Volendo tracciare un quadro sintetico, nei primi quattro anni dalla sua introduzione, la GACS ha sicuramente aiutato il settore a crescere e soprattutto le banche a procedere con l'alleggerimento dei crediti deteriorati che detenevano. Sotto tre aspetti non trascurabili lo strumento non è però riuscito a far raggiungere gli obiettivi proposti in sede di creazione (11):

1) Innanzitutto, la percentuale di recupero dei crediti oggetto di cartolarizzazione garantita dal fondo non è stata superiore a quella dei titoli non cartolarizzati e non correlata particolarmente alle garanzie sottostanti i titoli (la media dell'indice RR è di poco superiore al 3%, valore tutto fuorché positivo);
2) Nonostante i prezzi medi siano aumentati, i valori permangono su percentuali non abbastanza soddisfacenti (vd. grafico). Come dimostrato da alcuni ricercatori (27), nonostante il rischio dei titoli cartolarizzati sia complessivamente diminuito con l'avvento del fondo GACS (perfino le tranche *junior* mostrano un profilo rischio/rendimento talvolta superiore a quello di crediti ceduti tramite *straight sale*), per costituire un mercato complessivamente profittevole, ovvero che crea valore per gli operatori invece di distruggerne, il prezzo medio (che costituisce il tasso di recupero rispetto al *Gross Book Value* per la banca emittente) dovrebbe essere intorno al 35%, contro il 25% mediamente registrato negli ultimi tre anni di cartolarizzazioni;

Figura 18: Prezzi/Gross Book Value delle transazioni NPL garantite dalla GACS nel 2016,17,18,19. Fonte: Banca IFIS (2020). Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing. BANCA IFIS



3) Nel lustro precedente, l'ammontare di UtP cartolarizzato rispetto al totale delle transazioni è stato pari a circa l'8%. Il motivo fondante verrà analizzato nelle prossime pagine, ma il dato stesso dimostra perché nel 2020 si prevedeva sarebbe avvenuto il *crossover* tra sofferenze e inadempienze probabili nel settore bancario italiano: queste ultime non hanno ancora un mercato sviluppato.

2.4 – Limiti e criticità irrisolvibili della cartolarizzazione, impatto nel contesto italiano

Precedentemente è stato analizzato l'impatto sul rischio bancario della cartolarizzazione e come gli organi di regolamentazione possano operare per ridurre l'influenza su tale rischio di determinate variabili. Ciò che rende questo strumento "imperfetto", tuttavia, non è solamente l'azzardo morale con il quale viene utilizzato, bensì anche e soprattutto il fatto che presenti delle criticità alle quali non è possibile porre rimedio attraverso una legislazione ferrea o attraverso un'ottima *due diligence* aziendale. Peraltro, alcune decisioni prese recentemente dalle istituzioni di vigilanza bancaria non sembrano far avvicinare la struttura ad un utilizzo sub-ottimale.

Il primo limite cronico della cartolarizzazione deriva dalla contrapposizione in termini di rischio, attrattività e semplicità delle due *asset class* complementari che formano il sottostante della quasi totalità dei titoli emessi: *Mortgage-backed Securities* e ABS residuali. Come accennato nel paragrafo 2.2, i titoli MBS, coperti cioè da garanzie immobiliari, sono nettamente più attraenti per gli investitori rispetto ai titoli coperti da altre tipologie di garanzia in quanto le prospettive di default non preoccupano particolarmente poiché il valore ipotecario rispetto al valore contabile dell'asset è di norma assai superiore (30). Inoltre, gli MBS hanno un fattore di ponderazione per il rischio nel calcolo del patrimonio di vigilanza molto più alto, e per questa ragione le banche cedenti possiedono un certo potere contrattuale in sede di emissione dei titoli. Nonostante quanto appena detto, le evidenze empiriche dimostrano come cartolarizzare marginalmente titoli provvisti di garanzia immobiliare aumenta la probabilità d'insolvenza dell'istituto in misura cinque volte maggiore che attraverso la cartolarizzazione di titoli garantiti diversamente (+1,04% contro +0,2%). Per quanto possa apparire come un controsenso il fatto che titoli meno rischiosi per entrambe le parti comportino un aumento del rischio superiore per la banca, in realtà non lo è per due ragioni:

i. La cartolarizzazione di titoli immobiliari è spesso associata a criteri di erogazione dei prestiti del tipo *Originate-to-Distribute (OTD)*, che però fa parte delle pratiche a bassa eticità che rispondono a logiche di azzardo morale e quindi potrebbero teoricamente essere ridotte attraverso la regolamentazione;
ii. Poiché possiedono rischi minori, allo stesso tempo vengono considerati "casi chiusi" dagli istituti cedenti, che tendono (e stavolta non si può parlare di azzardo morale) ragionevolmente a rioccupare lo spazio guadagnato in bilancio tramite la cartolarizzazione

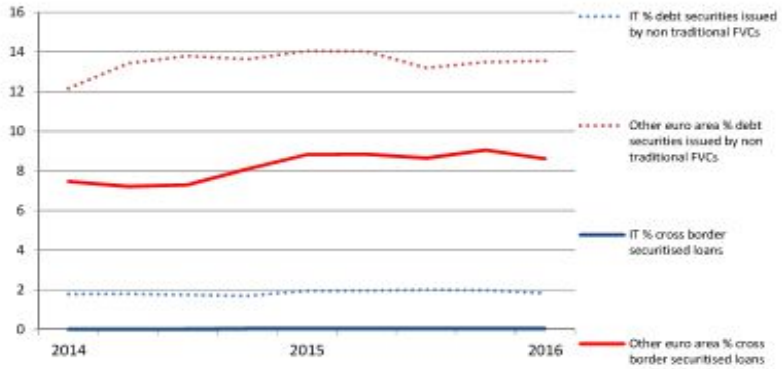
con nuovi prestiti, i quali tendenzialmente presentano profili di rischio correlati con quelli dei prestiti cartolarizzati.

Il punto ii) è irrisolvibile perché sostenendo che una banca non dovrebbe allocare i proventi dalle cessioni di prestiti in deterioramento verso nuovi prestiti, verrebbe messa in discussione la radice dell'attività bancaria in senso stretto. D'altra parte, pur diversificando i rischi dei singoli asset dai quali sono composti, i CDOs aumentano il rischio del sistema bancario nel suo complesso e, come dimostrato da Franke e Krahnen nel lontano 2007 (37), soprattutto quello dei mercati di capitali (azionario e obbligazionario), essendo molti dei titoli circolanti indirettamente correlati all'andamento dei prestiti bancari e del settore immobiliare soprattutto.

In Italia il sottostante più presente nei titoli cartolarizzati è diventato negli ultimi anni proprio quello immobiliare (36), che attualmente occupa circa la metà delle garanzie totali. Non sembrerebbe perciò assurda l'ipotesi di un aumento del rischio sistemico del settore bancario conseguentemente ad ondate di cartolarizzazioni. Per verificarlo, bisogna espandere l'analisi empirica: uno studio condotto a fine 2014 sulle variazioni delle tipologie di rischio annesse al comparto bancario italiano nel decennio precedente (38) ha dimostrato come nel nostro paese lo strumento ha costantemente aumentato sia il rischio idiosincratico (che, va ricordato, si riferisce al contesto interno del singolo operatore), che soprattutto quello sistemico. Dall'altro punto di vista, essendo la struttura dei CDO emessi attualmente, in particolare in Italia, più affidabile e concisa rispetto al passato, si può ipotizzare che rispetto agli anni Duemila il rischio sistemico annesso alle operazioni di s*ecuritization* sia meno preoccupante, pur non avendo evidenze empiriche a conferma di ciò. Dal lato del rischio idiosincratico, invece, non è affatto possibile ipotizzare una situazione migliore rispetto a 15-20 anni fa: secondo gli autori dello studio, il rischio idiosincratico derivante dalle cartolarizzazioni è dovuto non tanto ad un inefficiente processo di diversificazione, quanto piuttosto al mancato miglioramento del merito creditizio dei nuovi prenditori di prestiti rispetto ai precedenti. Effettivamente nel capitolo primo è stato visto come la capacità di adempimento di imprese e famiglie in Italia stia migliorando, sì, ma permanga comunque ben lontana dai livelli pre-crisi. Cartolarizzare è un'operazione da prendere con le dovute contromisure perché se ad un credito deteriorato si sostituisce un nuovo rapporto di credito dalle caratteristiche simili, lo strumento diventa inutile, e in questa situazione specifica presenta indubbiamente più svantaggi che vantaggi.

Altro punto debole della *securitization* nella realtà nostrana è sicuramente quello della scarsa attrattività del mercato (39): rispetto alle altre grandi economie continentali, quella italiana mostra una percentuale di grandezza delle società-veicolo rispetto alla grandezza del settore bancario superiore alla media, ma al contrario una stima della grandezza del mercato delle cartolarizzazioni inferiore, secondo i dati raccolti dalla BCE. Perciò, nonostante l'Italia conti oltre l'80% delle *non-performing expsoures* cartolarizzate nell'Eurozona, il mercato continua ad essere dimensionalmente troppo limitato. A fare la differenza è la componente d'investitori stranieri: come mostra il grafico, i titoli emessi in Italia vengono acquistati esclusivamente da investitori italiani, mentre nel resto dell'Eurozona una percentuale bassa ma sostenuta viene scambiata all'estero. Il mercato è sostanzialmente privo di attrattività, nonostante la GACS comporti un rischio da intraprendere molto basso. I motivi sono riconducibili a due aspetti che contraddistinguono la regolamentazione in Italia. *In primis*, la legislazione italiana riguardo i fondi d'investimento alternativi è probabilmente la meno flessibile in Europa. *Last but not least,* i nuovi principi di rendicontazione e trattamento dei crediti deteriorati (IFRS 9 e le linee-guida dell'EBA), pur non essendo ancora stati adottati completamente, hanno portato i grandi gruppi bancari italiani ad evitare la *derecognition* nella rendicontazione dei titoli cartolarizzati: il 70% permane mediamente all'interno dei documenti contabili, mentre nel resto del continente solamente il 25-30% circa (39). Le *calendar provisions* (3) hanno cercato di modificare le strategie gestionali delle NPE ed in particolare degli UtP, stabilendo criteri abbastanza esaustivi per la rendicontazione dei secondi in linea con l'introduzione del processo intermedio di *staging* dei crediti iscritti in bilancio nell'IFRS 9 (7). D'altro canto, però, avendo disposto regole stringenti per il *write-off* (depennamento) dei crediti cartolarizzati dal bilancio, molti istituti saranno costretti nei prossimi anni a mantenere rendicontati crediti dei quali hanno ceduto il possesso e la gestione a terze parti, senza poter quindi usufruire dello spazio sufficiente per aumentare l'attività di prestito, vera

Figura 19: % CDO cartolarizzati da società d'investimento alternative; % titoli scambiati all'estero sul totale. Fonte: Nuzzo G. (2017). A critical review of the statistics on the size and riskiness of the securitization market: evidence from Italy and other euro-area countries; Occasional Papers, Banca d'Italia



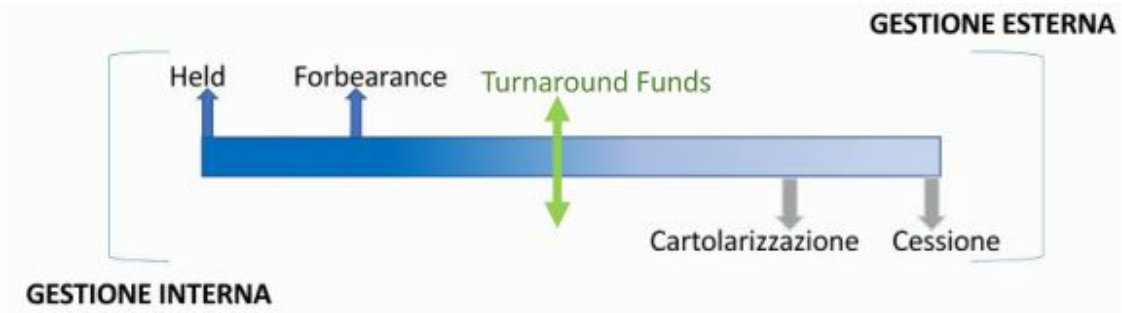
ragione a favore della cartolarizzazione. A mio avviso, la disciplina prudenziale più recente, pur volendo aumentare il volume dei mercati dei titoli cartolarizzati, in alcune realtà con scarse possibilità di flessibilità operativa, come appunto l'Italia, renderà in realtà meno appetibile lo strumento per le banche. A conferma di ciò, Mediobanca nell'estate del 2018 ha annunciato che, a seguito dell'attuazione dell'IFRS 9, in ossequio anche alle linee guida imposte dall'organo di vigilanza, non avrebbe più estromesso dalla rendicontazione contabile i titoli oggetto di cartolarizzazione (40). Per quanto riguarda gli UtP, se già in passato l'impacchettamento e la trasformazione in titoli negoziabili sui mercati per gli stessi risultava essere un processo difficile e scarsamente vantaggioso, ormai è da considerare impensabile ridurre o massimizzare il recupero degli stessi attraverso la cessione.

Per concludere, in questo capitolo sono state analizzate le principali strategie di gestione completamente esterna o interna dei crediti deteriorati: -la *forebearance,* da preferire qualora sia attuabile efficacemente in tempi brevi ma anche molto complessa (soprattutto in termini di costi) per le banche, quindi concretamente appetibile per pochissimi istituti in Italia; -la cessione diretta, rapida e semplice da attuare ma che comporta tassi di recupero minimi e soprattutto non consente di approfittare di eventuali miglioramenti nelle condizioni creditizie dei debitori; -la cartolarizzazione, sicuramente preferibile all'opzione precedente in termini di redditività, attrattività, flessibilità negoziale e preferibile anche alla gestione interna in termini di aumento dell'offerta di credito, ma maggiormente rischiosa e con un mercato ancora sottosviluppato nel Belpaese. Nessuno dei modelli di gestione analizzati può in definitiva essere considerato ottimale o risolutivo. Pur qualora se ne facesse un utilizzo molto efficiente per ciascuna delle strategie viste finora, rimangono due grandi questioni aperte. Si possono gestire le inadempienze probabili senza cederle integralmente o incorrere in costi eccessivi? Appare possibile attuare una strategia gestionale che integri le caratteristiche tipiche dei modelli interni nelle banche alla cessione formale dei crediti deteriorati? Nel prossimo capitolo verranno fornite risposte positive ad entrambe le domande.

Capitolo terzo – I fondi di *turnaround*: un modello di gestione alternativa da poter sfruttare per gli Unlikely to pay

Premessa

Nel capitolo precedente la focalizzazione è stata orientata verso le modalità più "classiche" di gestione delle *non-performing exposures,* le quali fanno riferimento ad una concezione essenzialmente binaria delle possibilità attuabili dalle istituzioni creditrici: o si cerca di recuperare le quantità di asset recuperabili attraverso una gestione interna all'azienda, o ci si affaccia al mercato tentando di cedere tali esposizioni in modo da limitare le perdite derivanti dall'infruttuosità delle operazioni creditizie. Le dicotomie, nel mondo della finanza come in ogni altro aspetto della vita, ritengo comportino solitamente minori probabilità di raggiungimento degli obiettivi preposti perché offrono soluzioni estremizzate che presentano per ogni vantaggio almeno uno svantaggio. Nelle casistiche analizzate in precedenza, infatti, è stato dimostrato come ogni fattispecie considerata abbia al suo interno degli svantaggi strategici non di poco conto. Negli ultimi tempi sono stati sollevati dei dubbi sull'efficienza dell'approccio duale al management dei crediti deteriorati. In questo capitolo finale si proporrà, componendo varie proposte di diversa natura che possono concretamente essere utilizzate nel settore d'interesse della tesi, di ipotizzare un modello di gestione "intermedio" che possa risolvere con maggiore efficacia i problemi che le esposizioni creditizie comportano per gli istituti bancari. Il modello si riferisce nello specifico alla gestione degli UtP, integrando caratteristiche che fanno capo alla gestione sia interna che esterna, e che perciò si posiziona da un punto di vista concettuale a metà tra i due diversi approcci nello spettro di cui al capitolo precedente. Per arrivare al modello ipotizzato (3.3), verranno prima analizzati i vantaggi intrinseci di tale gestione "intermedia" (3.1), per poi effettuare una sorta di *stress test* di fattibilità nel contesto italiano considerando il principale ostacolo attuale al modello considerato: la legislazione comunitaria e nazionale.



3.1 – Vantaggi potenziali della gestione intermedia nei fondi di ristrutturazione rispetto alla situazione attuale di NPL e UtP

Di recente, tanto nella realtà accademica quanto in quella operativa, sono sorti giudizi cautamente favorevoli riguardo la concreta possibilità di conciliare le esigenze di alleggerimento dei bilanci bancari (rispetto alle esposizioni *non-performing*) con quelle di massimizzazione del tasso di recupero (rispetto all'investimento iniziale, ovvero i prestiti forniti). Abbiamo visto come le prime prevedono la cessione onerosa ad investitori esterni dei crediti in questione, mentre le seconde non comportano alcuna modificazione dei rapporti di credito, bensì semplicemente una maggiore attivazione interna alle banche nell'ordine di ricavare il più possibile dalle NPE. Secondo Carriere (25), Lemma (24) e Resti (4), l'ipotetica "via alternativa" è rintracciabile nella fattispecie all'interno delle varie tipologie di fondi d'investimento alternativi (FIA) che hanno l'obiettivo generale di ristrutturare imprese in difficoltà. Tali fondi vengono denominati diversamente (*Turnaround funds, Restructuring funds*, *Vulture funds,* ecc), ma in sostanza si occupano di finanziare controparti aziendali prossime al fallimento o comunque in una situazione d'insolvenza per completare tutte le operazioni necessarie alla restituzione quantomeno dei debiti contratti, ma talvolta, ove possibilmente vantaggioso, ad una vera e propria ristrutturazione manageriale della controparte insolvente. Il processo descritto prende il nome di *Debtor-in-Possession financing (DIP),* e a seconda delle intenzioni del fondo finanziatore, può interessare una platea di investitori molto diversi fra loro: dai fondi avvoltoi a quelli di *private equity*. Nello specifico, i suddetti fondi rappresenterebbero una strategia ibrida tra quelle elencate solamente nel momento in cui fossero in qualunque modo collegati ai creditori da rapporti di partecipazione societaria (25). In tal modo, la costituzione del fondo costituirebbe una sintesi tra la gestione interna ed esterna poiché:

- Dagli approcci interni alla gestione erediterebbe innanzitutto il rapporto di credito nella sostanza invariato, in quanto anche se formalmente si andasse incontro ad una cessione dalla banca al fondo, tale fondo sarebbe partecipato dalla prima;
- Dovendo costituire un apparato manageriale più che specializzato e soprattutto indipendente rispetto agli *originators*, i costi di struttura sarebbero abbastanza alti ma comunque più bassi, nella misura di una gestione partecipata collettiva (24), della creazione di una *strategic business unit* interna. Ciò comporterebbe inoltre una marcata tendenza a

formare fondi con l'obiettivo di ristrutturare la situazione aziendale dei debitori, piuttosto che semplicemente ricavare il più possibile da essi;

- I crediti deteriorati sarebbero soggetti allo stesso trattamento contabile tipico delle gestioni esterne, in quanto formalmente ceduti o trasferiti a terze parti;
- La delegazione manageriale a soggetti maggiormente esperti nel trattamento di crediti all'interno dei *distressed markets*, oltre a far evitare costi di acquisizione di informazioni e del personale specializzato, garantirebbe agli istituti bancari percentuali di recupero sicuramente superiori.

In aggiunta ai vantaggi specifici della gestione alternativa attraverso fondi di ristrutturazione per l'industria NPL, vi sono tre dati contingenti alla situazione italiana nel periodo più recente che confermano la possibile efficacia di tale soluzione (11):

1. Va ormai considerato un dato di fatto che tra gli investitori di crediti deteriorati (sia riguardo operazioni di cartolarizzazione che di acquisizione diretta) completamente esterni alle banche, i tre *servicer* principali (DoValue, IFIS NPL, Cerved Credit Management) controllano circa il 40% degli *assets under management* totali riguardanti la massa NPE. Il settore sta notevolmente crescendo, anche se non nel ritmo ottimale per il breve periodo;
2. Gli UtP sono destinati nel prossimo futuro a diventare la tipologia di esposizione maggiormente presente nel panorama bancario nostrano, e data la loro natura appare decisamente più profittevole operare attraverso tentativi di ristrutturazione piuttosto che attraverso il recupero più celere possibile delle inadempienze;
3. Come mostra il grafico a pagina seguente, a "decadere" da UtP a *bad loan* sono le imprese (70% circa) molto più che le famiglie. Se per le seconde non vi può essere alcunché da ristrutturare, è alle prime infatti che i FIA guarderebbero. In particolare, rispetto al periodo precedente alla crisi, i livelli più alti di decadimento sono trainati quasi esclusivamente dal settore immobiliare (costruzioni e *Real Estate*, con valori rispettivamente pari al 415% e al 225% rispetto al 2006).

Il settore immobiliare è da sempre quello maggiormente interessato da operazioni di ristrutturazione finanziaria da parte di fondi di *Turnaround*, soprattutto in realtà caratterizzate da ininterrotte attività di speculazione edilizia come Italia, Spagna e Grecia. Ad ogni modo, sulla

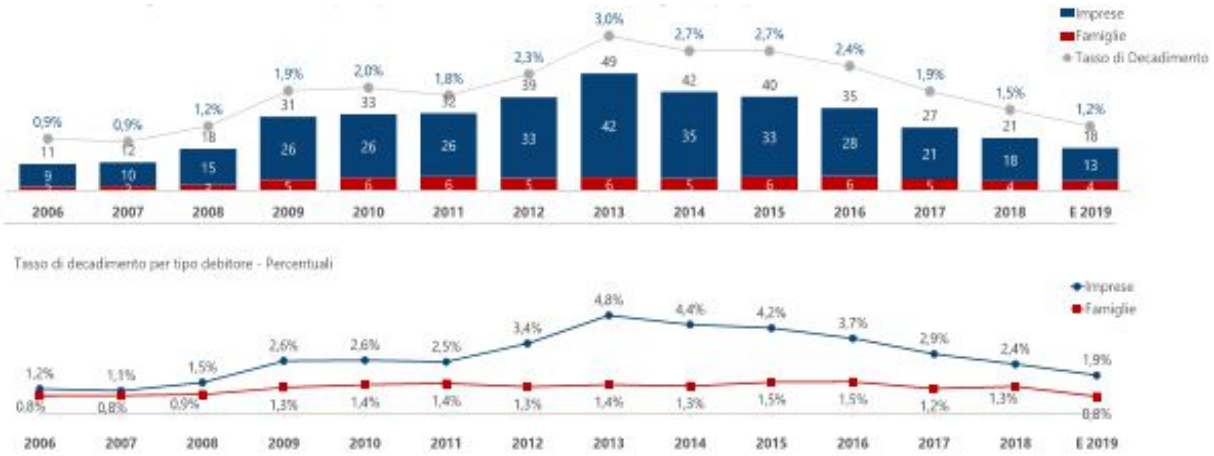


Figura 20:tasso di decadimento in imprese e famiglie (2006-2019) in Italia. Fonte: Banca IFIS (2020). Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing. BANCA IFIS

speculazione potrebbero essere scritti fiumi di parole che esulano dall'argomento centrale di questa tesi. Diversamente, risulta non trascurabile far notare come mentre negli anni più bui della crisi il settore delle costruzioni ha sofferto particolarmente sia per l'eccesso di offerta che soprattutto per la scarsità di domanda, nell'ultimo periodo la situazione è notevolmente migliorata: dal *Lending Survey* più recente della BCE (41) si evince un aumento netto della domanda di prestiti per l'acquisto di beni immobiliari pari al 12% nel primo trimestre del 2020, nonostante il fattore Covid-19. Questo dato deve far riflettere in quanto dimostra il maggiore spazio di operatività che il settore del *Real Estate* congiuntamente alla massiccia presenza "ombra" degli intermediari finanziari all'interno dello stesso potrebbero sfruttare in futuro. Se a quanto appena scritto si aggiunge la minore incidenza (rilevata dal sondaggio precedente (11)) del *NPL ratio* su tutte le variabili che impattano sulle *lending policies* delle banche italiane, si arriva a confermare *in primis* la sempre maggiore possibilità per gli istituti di rinnovare il proprio pacchetto creditizio, ma anche l'ormai definitiva importanza della gestione attiva degli UtP. Che provenga essa internamente alla singola banca o da fondi d'investimento specializzati, è indifferente: gli UtP devono essere gestiti e non ceduti.

Affinché i fondi di ristrutturazione per le inadempienze probabili arrivino ad operare a regime con un elevato grado di efficacia andrebbero delineate le varie forme di struttura che l'intera operazione di *restructuring* può attuare. Pwc (12), nel suo dossier esaustivo sul mercato UtP dello scorso anno, ha individuato quattro opzioni di gestione "cooperativa" di tale tipologia di crediti, due delle quali prevedono l'istituzione di un fondo con l'obiettivo di controllare i flussi di finanziamento e la

gestione delle imprese in crisi: il *Restructuring fund* vero e proprio e il *DIP financing fund.* Le due tipologie concorrono attraverso strategie simili ma non coincidenti. Per quanto concerne il *Restructuring fund,* si prevede la gestione a monte da una società di gestione del risparmio (SGR) in maniera indipendente e servendosi di risorse umane (ma non solo) specializzate nelle attività di ristrutturazione e recupero dei crediti oggetto dell'istituzione del fondo. La particolarità risiede nella sua struttura a "fondo di fondo" in quanto presuppone la coesistenza di due fondi all'interno dello stesso: il *Credit sub-fund,* nel quale confluiscono i crediti deteriorati ricevuti dagli istituti bancari; il *New Finance sub-fund,* attraverso il quale si reperiscono gli investimenti degli intermediari interessati ad entrare nell'operazione. Il secondo fondo presentato è di rilevanza strategica in quanto consente di finanziare le imprese debitrici, attuando concretamente la ristrutturazione dei debiti precedentemente contratti e la sostituzione con nuove tipologie di rapporti creditizi (25). L'approccio utilizzato dal fondo è fortemente orientato verso la mera massimizzazione del *recovery rate* attraverso appunto la ristrutturazione, senza porsi alcun obiettivo di miglioramento dell'attività aziendale in capo ai debitori, a differenza del *DIP fund*.

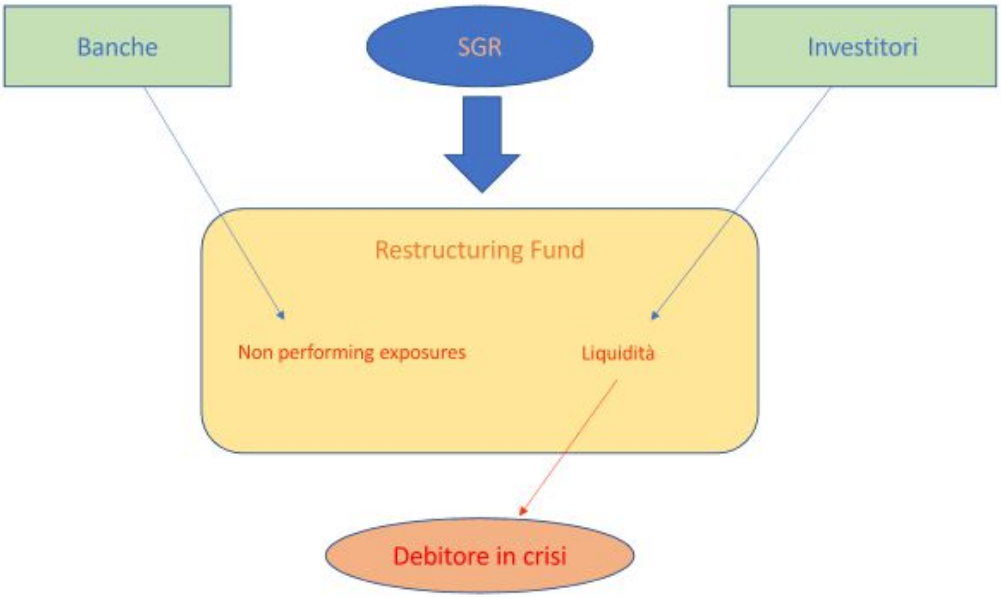


Figura 21: struttura stilizzata del fondo di ristrutturazione. Fonte: riadattamento personale di un grafico di: PricewaterhouseCoopers (2019). The Italian Unlikely to Pay market: the next big wave. PWC

Questi ultimi, invece, sono strutturati in maniera del tutto simile ai fondi di *Private Equity:* gli istituti bancari partecipano alla loro costituzione, come nel caso precedente, ma a gestire e finanziare in gran parte il fondo sono gli investitori stessi (in maggior parte proprio fondi di *Private Equity*). A differenza dei fondi di *Restructuring,* i quali immettono liquidità nelle aziende debitrici

sottoforma di nuovo debito, un fondo *DIP* acquisisce la proprietà, o comunque la maggioranza delle quote/azioni societarie, dei debitori con l'obiettivo di rimettere in salute l'organizzazione nel suo complesso, cercando di farla tornare profittevole in tempi non eccessivamente lunghi, per poi cederla nel momento in cui si è rientrati dall'investimento. Il processo descritto nella realtà risulta molto complesso perché ovviamente far ripartire una società prossima alla liquidazione è nella maggior parte dei casi una vera e propria impresa, specialmente quando la crisi è dettata da problemi esterni all'azienda.

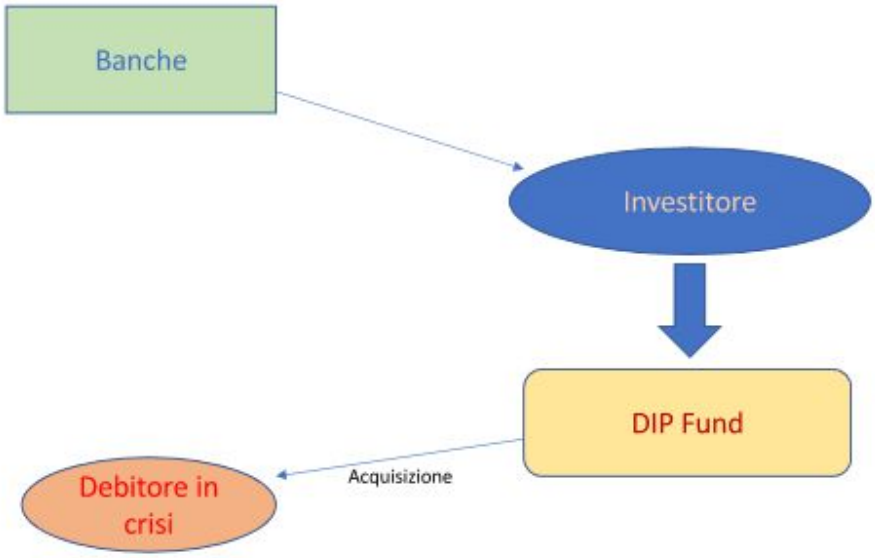


Figura 22: struttura stilizzata del fondo di DIP. Fonte: riadattamento personale di un grafico di PricewaterhouseCoopers (2019). The Italian Unlikely to Pay market: the next big wave. PWC

Prima di usufruire dell'aiuto esterno alla gestione degli UtP (*servicing*), una banca dovrebbe selezionare quali crediti trasferire ai *servicer* attraverso il monitoraggio e la comprensione della singola specifica situazione dal quale deriva la mancanza dei pagamenti del debitore. Per tale ragione, nonostante attraverso l'*outsourcing* visto finora si proceda sostanzialmente con la delega alla gestione a parti esterne all'istituto, qualsiasi operazione di ristrutturazione coinvolge una serie di attività (monitoraggio, *due diligence, cherry picking*) che fanno capo solitamente all'apparato di gestione interna nei casi di *forbearance* analizzati nel capitolo secondo. Da qui si comprendono le tre condizioni necessarie (ma non sufficienti, purtroppo) alla riuscita di questa tipologia di operazioni:

I. Il management del gestore del fondo deve essere altamente specializzato, dedicandosi esclusivamente all'implementazione di rapporti relazionali con i debitori e

all'approfondimento delle situazioni interne all'azienda debitrice che possono pregiudicare l'effettiva riuscita della ristrutturazione (12);

II. Nonostante vi sia la possibilità per la banca di effettuare la *derecognition* contabile del prestito emesso, non deve esimersi dal partecipare attivamente all'operazione, raccogliendo informazioni continuamente e fornendo tutto l'apporto necessario al management del *servicer* (24). Nel gergo puramente contabile, quanto detto significa evitare di passare ad un approccio *gone concern,* nel quale la banca tratta il credito trasferito come se fosse definitivamente uscito dal suo patrimonio oppure, in generale, come se fosse *de facto* recuperabile solamente attraverso la via giudiziale della liquidazione del debitore. Fondamentale in questo tipo di gestione è perciò rimanere nell'ottica opposta, *going concern,* presupponendo cioè che la controparte non sia soggetta a procedure giudiziali di alcun tipo nel futuro prossimo (3);

III. Parlando in termini quantitativi, bisogna procedere con una puntuale metodologia di valutazione per giungere ad un corretto *pricing* degli UtP oggetto dei trasferimenti, tale puntualità deve essere adattiva anche ai progressi futuri del debitore, servendosi al giorno d'oggi per forza di un supporto informatico e tecnologico di qualità ed affidabilità.

3.2– Il ruolo del legislatore sulla possibile struttura del fondo

Procedendo con l'elaborato si è affermato e dimostrato in varie occasioni come gestire dei crediti non performanti comporti inevitabilmente rischi molto alti per tutte le parti che cercano di recuperare le cifre non incassate. Nonostante sia più che lecito presumere che qualsivoglia strategia possa effettivamente essere "ottimale" o comunque preferibile, nessuna tra esse è esente dai rischi già citati. Ciò vale, come ovvio che sia, anche per l'approccio sintetico alla gestione attraverso la creazione di fondi d'investimento alternativi. Una delle massime del mondo finanziario post-crisi del 2008 afferma la necessità di correlare la regolamentazione con la magnitudine dei rischi di una determinata operazione. Proprio in questi termini si sono mossi sia il legislatore comunitario che quello nazionale nell'ultima dozzina di anni, attraverso una serie di regolamenti, direttive e decreti-legislativi che hanno reso il settore dei fondi d'investimento soggetto a numerose costrizioni, nell'ottica di salvaguardare sia la clientela che soprattutto il sistema finanziario nel complesso.

Più in particolare nel caso dei fondi di *Turnaround,* la questione a monte dei processi descritti nel precedente paragrafo riguarda la possibilità o meno degli stessi di esercitare la funzione creditizia.

Il fondo, nelle sue varie tipologie di struttura, dovrebbe in molti casi rinnovare, attraverso un accordo di ristrutturazione, un credito preesistente tra debitore e banca. Tale attività in teoria si presumerebbe essere esclusivamente concessa agli istituti bancari, ma in realtà alcuni Stati Membri dell'Unione hanno da poco allargato la possibilità di concedere prestiti, determinando in modo puntuale i contesti eccezionali nei quali l'attività è lecita, ai FIA. Tra questi, anche l'Italia, tramite il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio", emanato dalla Banca d'Italia nel 2015 (42). Tra le particolarità del regolamento vi sono: -struttura chiusa del fondo; -limiti al *leverage* (asset/NAV pari a massimo il 150%); -limiti all'uso di strumenti derivati solamente per operazioni di copertura; -esposizione massima verso il singolo investitore pari al 10%. Mentre le prime tre caratteristiche non costituiscono alcun ostacolo ipotetico alla creazione dei fondi di ristrutturazione, l'ultima potrebbe apparentemente farlo. A bene vedere, però, il limite alla singola esposizione andrebbe considerato più come un'occasione, che come un ostacolo, per indurre il maggiore orientamento alla gestione collettiva che viene auspicato da molti (25). In ogni caso l'ESMA (il supervisore comunitario dei mercati finanziari) nel 2016 ha ben specificato a cosa si riferisce per attività di credito e a cosa non (43): per *loan origination* l'organo intende la fornitura di credito dapprincipio, quindi non successiva ad accordi precedentemente esistenti (*loan participation:* acquisto di NPE, novazioni di ogni tipo), né tantomeno ad accordi di ristrutturazione dei debiti (*loan restructuring*). L'ESMA inoltre ha dichiarato di considerare l'attività di *loan origination* intrinsecamente più rischiosa delle altre due. In definitiva, nonostante il *framework* regolamentare odierno non sia perfetto in quanto a flessibilità per favorire lo sviluppo celere dei fondi di *Turnaround,* essi potrebbero sulla carta comunque essere costituiti già attualmente.

Guardando alla struttura generale del fondo, è naturale considerarla assimilabile all'attività tipica delle società di gestione del risparmio (SGR), in quanto presuppone la gestione attiva di alcuni asset donati dall'esterno in cambio di quote/azioni di partecipazione, con l'obiettivo finale di aumentare il valore delle quote. Il management si presuppone essere specializzato sulla determinata tipologia di operazioni (gestione NPLs, ristrutturazioni aziendali) e opera con indipendenza rispetto agli interessi degli investitori (gli istituti bancari). La banca partecipante, infine, opta per far gestire da un soggetto esterno il proprio patrimonio (lo stock di crediti deteriorati) in quanto i costi d'intermediazione sono complessivamente minori a quelli di acquisizione delle informazioni necessarie all'investimento. A dispetto di ciò, Carriere (24)

individua alcuni aspetti di dissomiglianza con le tipiche attività delle SGR. I più importanti a mio modo di vedere sono i seguenti:

- I fondi in questione, rispetto a quelli "classici", presuppongono il coinvolgimento attivo delle banche, soprattutto nello scambio di informazioni utili al raggiungimento degli obiettivi. Le banche sono perciò degli investitori *insider* all'interno dei fondi gestiti esternamente;
- La struttura chiusa, co-partecipata esclusivamente da istituti bancari e investitori e orientata ad una singola grande tipologia di operazioni (la ristrutturazione dei debiti), è sicuramente atipica in quanto solitamente gli istituti bancari costituiscono società *ad-hoc* per gestire il risparmio altrui del pubblico *retail*, non fanno confluire parte del loro patrimonio (seppur dal futuro incerto) all'interno delle stesse;
- Dato che il rendimento è strettamente collegato alle condizioni del debitore, oltre che aleatorio, la focalizzazione passa da un approccio puramente quantitativo ad uno qualitativo nei confronti del debitore, aspetto tipico dei fondi di *Venture Capital* e *Private Equity*.

Per favorire l'adozione di questa strategia sono richieste necessariamente alcune modifiche di ordine legislativo. La soluzione ideale sarebbe logicamente quella di riconoscere la natura esclusiva dei fondi di ristrutturazione, formalizzando sia gli aspetti che concernono i *players* ai quali sarebbe consentito l'accesso (istituti bancari, investitori istituzionali, società specializzate nel recupero crediti), sia le fattispecie creditizie idonee ad entrare nel patrimonio gestito (UtP "ristrutturabili"). Certo è che fino a quando non verrà compresa l'importanza della gestione esterna con coinvolgimento interno alle banche delle NPE ancora in buona parte recuperabili (*ceteris paribus,* gli UtP), il passaggio non sarà ancora imminente. Negli ultimi tempi, però, sono state avanzate delle proposte/idee che potrebbero portare ad un avvicinamento sostanziale alla nascita di strutture simili ai fondi di *Turnaround* senza dover passare per una formalizzazione legislativa vera e propria degli stessi:

a) Resti (4) nota come sarebbe idoneo, al fine di indurre l'attività verso la prassi, operare dall'alto in modo del tutto simile a quanto fatto con le cartolarizzazioni. Nel capitolo precedente abbiamo visto come il MEF abbia optato, nel 2015/16, per la creazione di una garanzia governativa sui titoli cartolarizzati dall'alto spessore in termini di rischiosità. Si potrebbe tranquillamente ipotizzare lo stesso passaggio in questa contingenza tramite

l'istituzione di SGR garantite dal MEF stesso, magari rendendole soggette a determinati profili di rischio e/o fino ad una certa soglia di copertura;

b) Affinché vengano facilitate le procedure di recupero, visti e considerati anche i problemi di efficienza e tempismo che affliggono l'Italia da molti anni (vd. 1.4), un'alternativa più "leggera" al riconoscimento specifico dei fondi in questione sarebbe quella di introdurre l'obbligo per gli istituti che abbiano l'intenzione di procedere con accordi di ristrutturazione debitoria di trasferire i crediti oggetto di accordo stragiudiziale in fondi costituiti specificatamente per l'operazione e che presentino magari un *pool* di crediti dalla provenienza eterogenea (si noti come questa opzione si accorderebbe egregiamente con la precedente) (24).

Partendo dalla considerazione riguardo la non impellenza dello smobilizzo di UtP scaduti da meno di 90 giorni poiché soggetti ad una minore svalutazione (22), e dalla linea guida dell'EBA sull'importanza di non trattare nei casi meno gravi (UtP) i crediti deteriorati con l'approccio *gone concern* (3), si comprende inoltre come delle nuove direttive riguardo il trattamento contabile delle inadempienze probabili potrebbero indurre le banche ad approcciare in modo meno omogeneo le masse di NPL. L'aspetto enormemente positivo è che queste nuove direttive esistono già, o meglio, la discussione è nel programma della Commissione Europea, prevista originariamente entro la fine dell'anno corrente, ma che verrà posticipata verosimilmente alla fine dell'emergenza Covid-19. Nel frattempo, all'inizio del 2018 è stata rilasciata dalla CE una proposta dettagliata contenente i motivi, gli obiettivi e le modalità generali attraverso quali l'organo comunitario intende riformare la disciplina in materia di ristrutturazione dei crediti deteriorati (44). Risparmiando l'elencazione esaustiva delle attività proposte, il documento pone l'enfasi sui due punti cardine di una gestione sostenibile dei crediti, ovvero la facilitazione dei meccanismi di recupero e lo sviluppo dei mercati secondari, proprio ciò che manca alla situazione italiana per ottimizzare la gestione delle esposizioni non performanti. Più nel dettaglio:

- La Commissione Europea si propone di costituire una procedura armonizzata per gli SM affinché il recupero stragiudiziale dei crediti, attraverso l'escussione delle garanzie, avvenga nel modo più rapido ed efficiente possibile, la AECE ("Accelerated Extrajudicial Collateral Enforcement"), che dovrebbe focalizzarsi sulla standardizzazione e sull'uniformità dei

processi di escussione per impedire, laddove sia fattibile, che accordi di massima stragiudiziali si trasformino alla fine in procedure giudiziali;

- Attraverso la creazione di un mercato unico comunitario, si propone altresì di sviluppare i mercati secondari NPL, cercando di minimizzare in tal senso tutte le barriere legislative che in molti paesi, soprattutto in Italia, ostacolano il funzionamento efficace dei mercati. L'obiettivo di medio periodo risulta essere l'aumento degli operatori, sia dal lato dell'offerta che da quello della domanda. Per quanto concerne il mercato del *servicing,* la proposta prevede la creazione di un apposito albo e l'emanazione di regole ben precise riguardanti le attività che seguono l'acquisto o la trasmissione dei crediti deteriorati.

Riguardo il primo punto, la nascita dell'AECE sarebbe sicuramente un toccasana per le banche che possiedono un'elevata esposizione di *bad loans*, cioè quelle che faticano maggiormente ad evitare la stretta creditizia e difficilmente possono rivolgersi, anche in condizioni regolamentari più che favorevoli, al pubblico degli investitori sui mercati secondari. L'effettiva riuscita del secondo punto, invece, accrescerebbe il prestigio e la competizione sui mercati della cartolarizzazione (si ricorda la scarsa attrattiva attuale di tale mercato, vd. 2.3/5), ma anche e soprattutto di ciò che la CE definisce "affidamento in *outsourcing* dei crediti a un gestore specializzato", attività che coincide, magari non puntualmente ma grossomodo, con quella ipotizzata nei fondi di *Turnaround.* Il fatto che l'organo esecutivo dell'UE riconosca l'importanza strategica dei *servicer* è assolutamente positivo. Come prospettabile, però, oltre all'imprevisto recente che comprensibilmente allungherà i tempi di discussione, vi sono delle considerazioni più neutrali da fare. La prima è che, qualora la proposta diventi a tutti gli effetti direttiva, ciò implicherebbe comunque che la flessibilità operativa guadagnata si confronti con delle richieste prudenziali ancor più onerose di quelle odierne prevedendo ulteriori requisiti di copertura patrimoniale. In aggiunta, la possibile (e per molti versi plausibile) direttiva costringerebbe il legislatore nazionale ad intervenire su numerose norme e testi che formano attualmente il *corpus* in materia di gestione NPL, andando a confluire nella futura disciplina comunitaria del *credit servicing* (45). Per ultimo, ma forse aspetto più importante, la proposta non supera il problema dell'approccio omogeneo alle varie tipologie di *non-performing exposures*: gli UtP non vengono neanche citati, pur costituendo oggettivamente una tipologia di esposizione particolare e non assimilabile alle sofferenze vere e proprie per transitorietà e aleatorietà. Il nocciolo della questione

dovrebbe essere l'acquisizione della consapevolezza negli organi regolamentari della capacità, attraverso una selezione ed una gestione oculata, delle inadempienze probabili di tornare *in bonis*.

Avendo descritto ormai il quadro regolamentare, odierno e nel prossimo futuro, riguardante l'aspetto gestionale dei crediti deteriorati, ci si sposta ora verso la regolamentazione sui fondi d'investimento alternativi (FIA), essendo la categoria di fondi alla quale quello proposto dal modello sarebbe in tutto e per tutto assimilabile. Vengono denominati utilizzando la locuzione "alternativi" non a caso: rispetto ai fondi d'investimento tradizionali non operano esclusivamente attraverso gli strumenti classici dei mercati finanziari come azioni od obbligazioni, bensì si concentrano su tipologie d'investimento non convenzionali e talvolta anche più rischiose (5). Il settore è disciplinato dalla AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) (46), direttiva emanata nel 2011 e successivamente recepita da alcune legislazioni nazionali, non ancora dall'Italia. Le norme sono indirizzate ai gestori dei fondi d'investimento alternativi (AIFMs) e si concentrano sui requisiti necessari all'ottenimento dell'autorizzazione, sulle caratteristiche strutturali, informative e contabili alle quali essi sono soggetti, disciplinando esaustivamente le materie riguardanti i conflitti d'interesse tra gestori e operazioni svolte, l'indipendenza e l'onorabilità dei gestori dai e nei confronti dei clienti serviti. Nello specifico, la direttiva impone ai fondi che non si propongono di utilizzare la leva finanziaria, come avverrebbe nei *Turnaround* in quanto si rivolgerebbero al mercato degli investitori per finanziarsi, una capitalizzazione iniziale pari a mezzo miliardo di euro, aspetto che ne favorirebbe l'adozione da parte degli istituti bancari in ottica collettiva. Proprio sul punto di vista della gestione collettiva dei crediti deteriorati nei FIA è da rimarcare il contributo svolto da Lemma (24), il quale rimarca l'importanza della AIFMD in quanto costituisce un'opportunità da cogliere per tutti quegli istituti che non intendano privarsi dei crediti emessi in precedenza ma allo stesso tempo siano costretti ad esternalizzare la gestione attiva degli stessi, servendosi appunto di fondi d'investimento alternativi che abbiano il *know-how* adatto al recupero. Essendo tali fondi ipotetici costituibili solamente attraverso ingenti patrimonializzazioni, ne deriverebbe conseguentemente la necessità per i maggiori *players* del comparto bancario di co-partecipare alle SGR che gestirebbero a monte i crediti. Tale caratteristica, va aggiunto, comporterebbe la nascita di non più di una manciata di società, partecipate dai gruppi bancari principalmente impegnate nella risoluzione del problema UtP, che gestirebbero i fondi al loro interno.

Affinché ciò accada, oltre ai progressi regolamentari necessari analizzati nel presente paragrafo, non si potrà procedere in assenza di tre elementi essenziali che verranno approfonditi nel prossimo, l'ultimo dell'elaborato:

1. Il trasferimento dei crediti deteriorati al gestore deve avvenire mediante la forma dei conferimenti in natura (24);
2. Ripetendo un concetto già accennato, la valutazione dei crediti dovrà essere quanto più esatta e trasparente possibile;
3. Per un'ottimale riuscita dell'operazione, l'intervento statale, sia esso espresso tramite il garantire o il legiferare, è inevitabile.

3.3 – Il modello: struttura, efficienza e prospettive

La caratteristica principale del fondo di *Turnaround* che si propone coincide con l'obiettivo primario per il quale viene costituito e successivamente gestito: massimizzare il recupero dei crediti deteriorati "ristrutturabili", ovvero quella parte delle inadempienze che risultino, dopo una valutazione qualitativa e quantitativa interna alla banca, possedere concrete possibilità di recupero sostanziale delle somme non ricevute. Considerato quanto appena affermato, ne consegue che la *ratio* sottintendente la scelta di procedere con la costituzione del fondo sarebbe quella di modificare quasi esclusivamente gli UtP. Attraverso la valutazione interna, però, l'istituto avrebbe anche la possibilità di selezionare, qualora il processo dimostrasse una discreta fattibilità, dei *bad loans*. Certo è che tale tipologia di NPE difficilmente risulterebbe recuperabile se non attraverso la liquidazione dei beni oggetto di garanzia.

Determinato un obiettivo, si passa inevitabilmente alla strategia da mettere in atto affinché lo si possa raggiungere. Nel caso specifico, il recupero dei crediti da parte di un FIA può essere effettuato, come riconosce la CONSOB (47), attraverso due strategie:

- Procedendo con operazioni volte a ristrutturare le condizioni del credito (prestito) fornito in passato dalla banca al debitore, comportando una perdita rispetto ai prospetti iniziali che però si presume, grazie all'accordo di ristrutturazione, essere indispensabile per rendere il debitore adempiente in futuro (*debt restructuring*);

- Acquisendo la partecipazione, sia essa significativa o rilevante, al capitale dell'impresa debitrice (si ricorda che qualsiasi modello di gestione NPL tramite fondi d'investimento è essenzialmente riservato ai debitori imprenditoriali, non individuali) e insinuandosi all'interno dei processi manageriali della stessa per far sì che torni solvente e/o, nei casi più positivi, profittevole (*DIP/ private equity*).

Nel dossier citato dell'*authority* delle società borsistiche, l'enfasi è posta sulle problematiche relative alla disciplina e ai conflitti d'interesse in capo agli OICR che acquistano partecipazioni in società quotate. Nonostante le inadempienze probabili, almeno in Italia, siano una caratteristica tipica più delle PMI, le quali non sempre optano per la costituzione giuridica sottoforma di società di capitali, che delle imprese di dimensione significativa, ritengo che la suddivisione delle attività partecipative dei FIA nelle società quotate (nonché alcune considerazioni rilasciate dall'organo di vigilanza) possa essere utilizzata come *proxy* anche nel contesto delle società non quotate. In particolare, l'approssimazione si basa sul fatto che la disciplina degli AIFM consente ad essi le stesse azioni nei confronti di società quotate o non. Come ricalca la CONSOB, l'acquisizione delle società *target* è possibile solamente ai fondi costituiti in forma chiusa e riservata ad investitori istituzionali, pertanto un fondo di *Turnaround* non può rivolgersi al mercato *retail* per finanziare le proprie attività. In aggiunta a ciò, ossequiando la disciplina, la politica d'investimento deve essere chiara e predeterminata prima di procedere con ogni singola operazione, nel rispetto degli obblighi informativi nei confronti delle banche e degli investitori istituzionali che formano il patrimonio del fondo.

Passando al "come" attuare le strategie determinate, l'aspetto cruciale risulta prevedibilmente quello della competenza specifica del management. Attualmente sia nel settore del recupero crediti che in quello del *debt distressed financing,* dal quale devono necessariamente provenire le risorse umane strategiche del fondo, si assiste ad un aumento costante della specializzazione. In uno degli ultimi studi pubblicati da Edward Altman *et al.* (lo stesso Altman di cui al capitolo secondo) lo scorso anno (48), l'emerito professore afferma che la massimizzazione del *recovery rate* per i fondi che investono in aziende in difficoltà o insolventi può avvenire esclusivamente attraverso il controllo attivo delle stesse, ovvero nella ristrutturazione non dei debiti dell'azienda, ma del suo intero processo di business, attraverso il *private equity funding.* Questa strategia sarebbe da preferire a quella della mera ristrutturazione delle condizioni creditizie in termini sia qualitativi

Active Control	Active/Noncontrol	Passive
Target return: 15-25% per year, higher in emerging markets.	Target return 12% to 20%.	Target return: 12% - 15%.

Figura 23: tipologie d'investimento e rendimenti medi nei paesi sviluppati (per "passive" s'intende la ristrutturazione dei debiti).

che quantitativi, ma può definirsi attuabile solamente nel medio-lungo termine (dai 2 ai 5 anni) e richiede, oltre alle spese di acquisizione della partecipazione rilevante, degli *outflow* sistematici nella forma di aumenti di capitale indispensabili alla riuscita dell'operazione. Le alternative sub-ottimali, ma che presentano una maggiore fattibilità intrinseca, sarebbero quelle dell'investimento attivo senza controllo dell'impresa in crisi (*DIP financing*), il quale richiederebbe meno capitali da investire e un orizzonte d'investimento compreso tra i 6 mesi ai 2 anni, oppure il semplice acquisto/ristrutturazione dei debiti *target,* con costi inferiori annessi ad un recupero minore ma meno volatile, a patto che nei nuovi contratti di debito siano inserite clausole restrittive che limitino il comportamento dei debitori e/o obblighino gli stessi a riorganizzare la loro struttura aziendale. Una volta concluse le operazioni di *turnaround,* il fondo procede alternativamente, a seconda del tipo di operazione messa in atto, con la cessione dell'impresa ristrutturata (*private equity*), la cessione delle proprie quote della stessa (*DIP*), la cessione sul mercato dei debiti acquistati (*debt purchasing*) oppure il semplice recupero delle somme ad esso dovute (*debt restructuring*).

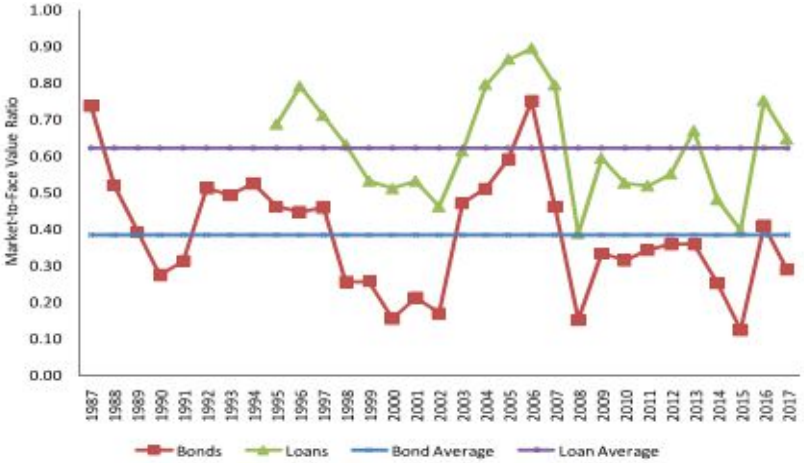


Figura 24: valore di mercato/ valore contabile di prestiti ristrutturati e obbligazioni scadute (trascurabile nell'analisi) nei principali mercati finanziari globali (1987-2017). Fonte (anche della Figura 24): Altman E., Benhenni M. (2019). The anatomy of distressed debt markets; The Annual review of Financial Economics

Il parere dell'economista (48) riguardo i vantaggi dell'investimento generale nelle imprese *distressed* si basa, in linea con quanto affermato nei primi due paragrafi del capitolo, sulla possibilità di ottenere rendimenti fuori dal comune per gli investitori, sopportando però dei rischi altissimi. La bassa correlazione con l'andamento dei mercati di capitali consente inoltre un utilizzo delle strategie suddette anche nei periodi di stress finanziario e macroeconomico globale. Dal grafico nella pagina precedente si nota come mediamente i prestiti ristrutturati siano

stati, in sede di valutazione di mercato, soggetti ad un recupero di circa il 62% del loro valore originale. Ammesso che nel nostro paese non sarebbe facile ottenere un valore di questo tipo in tempi brevi, considerando che gli UtP sul mercato sono valutati attualmente in media sul 35-40% (12), è plausibile che attraverso l'esplosione del settore *distressed* attraverso i fondi di *Turnaround* il valore possa aumentare sensibilmente, tendendo alla soglia del 60%.

Per quanto rischio, come appena visto, sia alto, esso è da considerare "scontato" precedentemente alle operazioni manageriali con entrambe le accezioni del termine: -quella figurata, derivante dal fatto che la costituzione stessa del fondo presuppone una situazione di difficoltà nel recupero dei crediti deteriorati; -quella stretta, dato che non può avvenire trasferimento/cessione di alcun credito deteriorato senza una precedente svalutazione dello stesso. Si comprende quindi come il momento fondamentale in sede di creazione della struttura è quello della valutazione delle inadempienze probabili. Qui sorge il problema, a mio avviso il maggiore, dell'inefficienza allocativa nell'intero processo di gestione dei crediti deteriorati, non soltanto in Italia, ma soprattutto in Italia. Il mercato NPL assume, per come è strutturato allo stato attuale, molto spesso la fattispecie di *"market for lemons",* concetto magistralmente ideato da George Akerlof in un lavoro che ha portato all'assegnazione del Premio Nobel per l'economia al professore statunitense (49). Senza entrare nel dettaglio dello scritto, che ha ormai mezzo secolo ed è un *must* per qualunque appassionato delle materie economiche, il mercato NPL è tra quelli caratterizzati da maggiore asimmetria informativa tra le varie parti (debitore-creditore; creditore-investitore; investitore-debitore). Per tale ragione, nel momento di qualsiasi trasferimento (cessione, cartolarizzazione, dazione patrimoniale, ecc.), le banche tendono a sopravvalutare eccessivamente il valore dei crediti, mentre le controparti propongono spesso e volentieri prezzi stracciati per aumentare esponenzialmente il profilo del rendimento. Il risultato è un *bid-ask spread* enorme, rendendo il mercato illiquido e caratterizzato dalla difficoltà di smobilizzare i crediti concretamente recuperabili: in poche parole, un "*market for lemons*".

Una possibilità per superare questa tipologia di fallimento di mercato potrebbe essere quella, ipotizzata da due ricercatori della BCE (50), di eliminare il processo tradizionale di negoziazione *vis-à-vis* tra banche ed investitori in sede di valutazione. Ciò avverrebbe attraverso la creazione di una piattaforma IT di transazione (nel caso del fondo sarebbe di valutazione) che possa condurre, grazie all'immagazzinamento e all'incrocio di una notevole mole di dati standardizzati sia

quantitativi che qualitativi (soprattutto in merito all'aspetto legale), ad un valore che maggiormente si avvicini a quello intrinseco. Una struttura del genere consentirebbe tre progressi enormi nel *pricing*:

1) Riduzione delle asimmetrie informative, in quanto la piattaforma teorizzata da Fell e O'Brien sarebbe altamente regolamentata e gli operatori soggetti all'autorizzazione dell'autorità di vigilanza in maniera simile a quanto avviene per i *market-makers* nei mercati di capitali;
2) Aumento della concorrenza dovuto alla maggiore affidabilità della valutazione, di vitale importanza in Italia perché, come abbiamo visto in più di un'occasione, il mercato NPL è troppo poco profondo e concentrato per essere considerato efficiente al giorno d'oggi;
3) Riduzione dei costi di *due diligence* per gli investitori e per le banche, in quanto la piattaforma opererebbe caricando solamente delle commissioni fisse, come mostra il grafico sottostante.

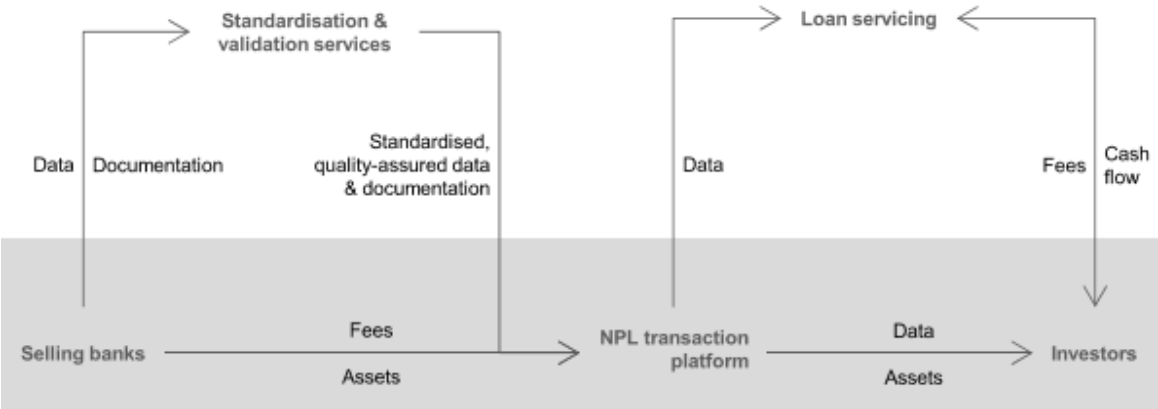


Figura 25: struttura del processo di transazione intermediata da una piattaforma informatica. Fonte: Fell J., O'Brien E. (2017). Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms; Financial Stability Review of ECB.

Nonostante l'idea sarebbe rivoluzionaria più per le operazioni di transazione vere e proprie, una piattaforma del genere svolgerebbe un ruolo strategico anche nella valutazione degli UtP trasferiti al fondo dalle banche. Per quanto concerne l'intermediazione, essa potrebbe avvenire tramite la presenza di un *advisor* esterno (ad es. una banca d'investimento, una società di consulenza, ecc.) che garantisca il completamento e la regolarità dell'operazione, processo che definirei "tradizionalista". Una visione più, mi sia concesso il termine, "futurista" implicherebbe il superamento dell'intermediazione con la validazione, potenzialmente anche legale, fornita dall'utilizzo di una tecnologia *blockchain* che eviterebbe i costi d'intermediazione (25).

L'ultimo scoglio da superare per avere totalmente chiaro il quadro della struttura del modello è annesso al "che fare?" in seguito all'eventuale fallimento del debitore. Il rischio di default nei casi di inadempienze probabili è, come dimostrato nel primo capitolo, abbastanza alto in termini assoluti, mentre assolutamente basso relativamente ai *bad loans*. Nonostante la dinamica complessiva delle NPE nella realtà nostrana non sia ormai drammatica come nel precedente lustro, lungi è dal poter essere considerata fiorente come ci si auspicherebbe. Inoltre, essendo gli UtP destinati a diventare la vera *big thing* nel panorama NPL in Italia, le aspettative sono orientate verso un aumento considerevole delle attività nel mercato in questione. Contemporaneamente si prevede la diminuzione di quello delle cartolarizzazioni delle sofferenze per il semplice fatto che una grossa parte di esse è stata già ceduta/cartolarizzata (grazie alla GACS) negli anni recenti (12). Alla luce di quanto considerato non è difficile comprendere la portata in termini d'importanza, per il decollo delle strategie alternative di gestione oggetto di questa tesi, di un'ipotetica introduzione della garanzia pubblica sulla falsariga dell'esperimento GACS, visti i risultati positivi (seppur inferiori alle aspettative), per i crediti oggetto di trasferimento ai fondi di ristrutturazione. Sul tema

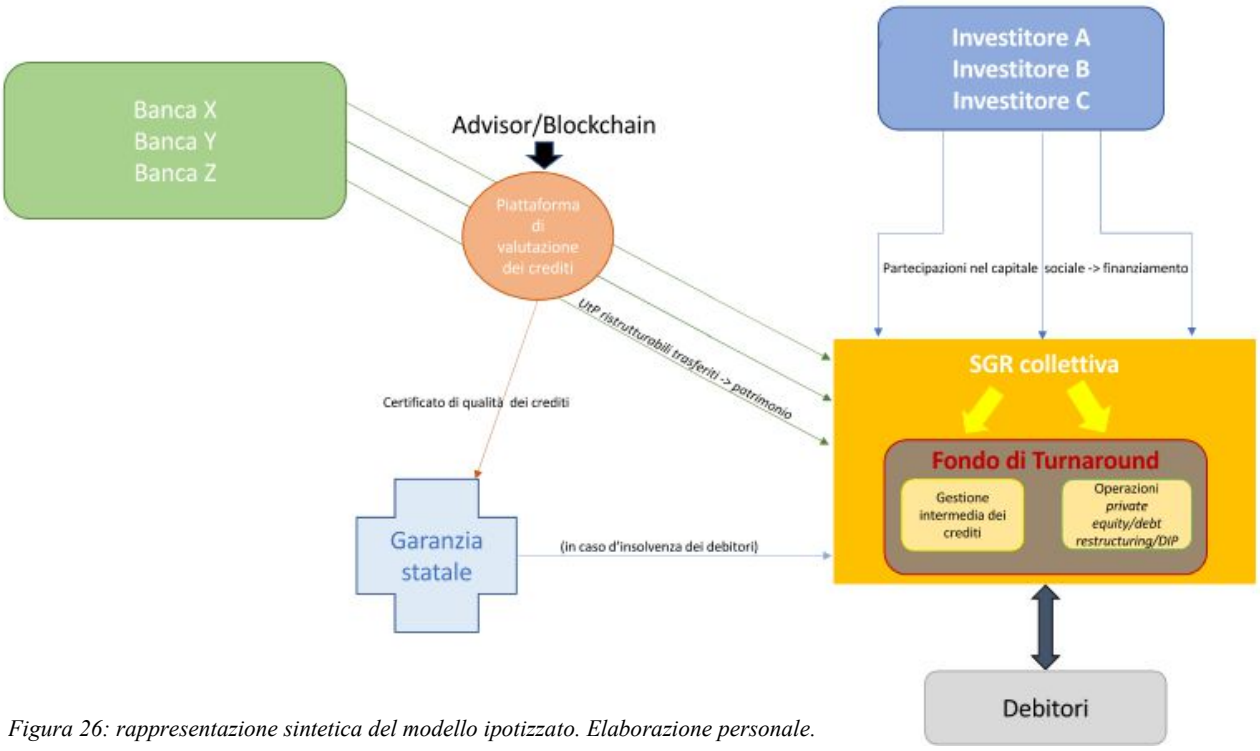


Figura 26: rappresentazione sintetica del modello ipotizzato. Elaborazione personale.

si esprimono sia Altman che Resti (47) (4), evidenziando rispettivamente l'alto rischio delle operazioni e l'impatto positivo di una simile garanzia a favore delle SGR che operano sui mercati

distressed. Qualora fosse introdotta la garanzia, il processo di *pricing* acquisterebbe una rilevanza ancor maggiore in quanto la prima dipenderebbe da una valutazione complessiva della solvibilità dei debitori e della qualità, in termini di recupero atteso, dei singoli crediti.

Riassumendo, un fondo di *Turnaround* del tipo appena ipotizzato presenterebbe alcuni notevoli punti di forza in merito alla gestione dei crediti deteriorati con discrete probabilità di recupero. Tra i vantaggi, intesi come benefici maggiori, rispetto alle metodologie tipicamente utilizzate vi sono:

a) La reale opportunità per gli istituti bancari di giovare dei tassi di recupero molto alti, ove l'operazione riuscisse, dovuti alla ristrutturazione delle imprese debitrici (48);
b) Attraverso la costituzione di un soggetto esterno, gestito da un personale altamente specializzato, regolamentato e in partecipazione collettiva con altre banche, la possibilità di ottenere un livello di efficienza operativa, anche beneficiando di sinergie di gruppo, tale da aumentare sicuramente i rendimenti medi rispetto alla gestione esterna (cessione), riducendo di molto allo stesso tempo i costi in confronto a quella interna (22)(24);
c) Effettuare la *derecognition* dei crediti in bilancio, trasferendoli all'esterno pur senza privarsene sostanzialmente, in quanto indirettamente, grazie alle quote partecipative, l'istituto sarebbe proprietario della quota di patrimonio della società che gestisce il fondo in misura proporzionale ai crediti alla stessa trasferiti (25);
d) Gestendo singolarmente una massa di posizioni creditizie provenienti da più banche, il numero di fondi operanti nel settore non sarebbe per natura eccessivo, costituendo quindi un'alternativa valida al problema dell'inefficienza operativa del forse eccessivo consolidamento del settore bancario italiano visto nel capitolo iniziale (18);
e) Aspetto forse più importante da un punto di vista strategico per la stabilità del sistema bancario, tramite la gestione alternativa si raggiungerebbe in breve tempo lo spazio per aumentare l'offerta creditizia in un momento storico nel quale in Italia c'è un eccesso di domanda di prestiti dovuto ad un'offerta mediamente bassa (9).

In ogni caso, uno sviluppo significativo nell'utilizzo dei FIA come forma di *outsourcing* delle NPE sarà possibile nel futuro prossimo soltanto successivamente ad un'ondata regolamentare, prima comunitaria e poi nazionale, che renda semplice e trasparente l'adozione di tale forma di gestione. A riguardo, sono da considerare strettamente necessari tre accorgimenti legislativi, uno comunitario (l'approvazione della direttiva della CE sui gestori dei crediti deteriorati con

l'aggiunta di una disciplina specifica per gli UtP (44)) e due a carattere nazionale (il definitivo recepimento dell'AIFMD nell'ordinamento italiano attraverso una legge specifica ed il riconoscimento all'interno del Testo Unico Bancario della possibilità per le banche di trasferire degli attivi ai fondi in questione (24)).

Infine, una suggestione non strettamente necessaria per la nascita del settore dei fondi di ristrutturazione degli UtP ma che presenterebbe enormi potenzialità: l'avvicinamento più che moderato ad una regolamentazione che ricalchi, con le dovute differenze in termini di obblighi di trasparenza e oneri fiscali, la disciplina lussemburghese dei "RAIF" (FIA riservati). La disciplina, in vigore dal 2016 nel paese del Benelux, presenta una peculiare caratteristica che ha reso questa tipologia di fondi molto profonda, creando un vero e proprio mercato staccato da quello generico dei FIA: la totale flessibilità operativa in merito alla *security selection* (o *cherry picking*), purché nei limiti informativi e gestionali che la AIFMD impone. In questo modo verrebbe legittimata la possibilità di costituire fondi esclusivamente orientati ad investimenti nei confronti di imprese *Unlikely-to-pay* (51). La disciplina lussemburghese, a sua volta, ricalca negli aspetti di flessibilità quella svizzera. Proprio in Svizzera è stato costituito recentemente (fine 2019), annunciando all'esterno la propria nascita in una conferenza alla LUISS Business School, un fondo che opera nello specifico sui crediti deteriorati (principalmente UtP) del settore immobiliare italiano che presentano determinati requisiti di sostenibilità, sia finanziaria che ambientale: il fondo "Hera Zest NPE", di proprietà di Zest Asset Management, una SGR della svizzera con interessi maggiormente situati nel nostro paese. Ovviamente, il fondo ipotizzato nel modello di questa tesi sarebbe differente perché accoglierebbe tramite trasferimento diretto, i crediti deteriorati da gestire, senza passare per il mercato NPL come investitore esterno. La tipologia di *asset class* scelta nella proposta di Hera Zest NPE, però, risulta essere quasi del tutto coincidente con quella che eventualmente risulterebbe adottata dal fondo di *Turnaround*.

Conclusioni

Nel complesso, le scelte intraprese fino a questo momento dai vari agenti del mercato NPL si sono rivelate utili a superare lo scoglio iniziale, costituito dall'entità dei crediti deteriorati cui gli istituti erano costretti a far fronte: circa 350 miliardi di euro in Italia, 1200 nell'UE. Le scelte suddette sono state concentrate essenzialmente nella liberazione del "peso" NPL nei bilanci bancari, comportando quindi la crescita dei mercati secondari delle *non-performing exposures* e dei titoli cartolarizzati che presentano come sottostante le stesse. Abbiamo analizzato vantaggi ed effetti delle misure imposte dall'alto dalle autorità nazionali e comunitarie per facilitare (anche se a volte, c'è da dire, con l'effetto opposto) lo smobilizzo dei crediti deteriorati, con un occhio di riguardo allo strumento più velleitario messo in atto dal legislatore: la GACS.

Dall'altro lato è stato dimostrato che, per quanto positive, le operazioni messe in atto non sono state efficaci fino in fondo e soprattutto non sono state efficienti dal punto di vista finanziario e operativo. A esser mancata, finora, è stata una soluzione alternativa che nello specifico si focalizzasse sulle inadempienze probabili attraverso non la cessione, ma l'*outsourcing* momentaneo. Tale soluzione è stata ipotizzata nel terzo capitolo, nel quale si è arrivati a costruire la struttura di un fondo di *Turnaround* che gestisse, attraverso varie operazioni leggermente differenti tra loro, gli UtP in misura principale, per l'appunto. Nonostante sia stato fatto notare che il contesto regolamentare attualmente non sia ottimale per l'effettiva nascita di un settore simile a quello teorizzato, qualcosa si sta muovendo: come è stato approfondito nell'elaborato, le idee illustri ci sono, le proposte istituzionali anche, in alcune realtà continentali caratterizzate da bassa regolamentazione sono già nati *servicer* simili a quello proposto. Le riforme necessarie non sono poi così lontane, e la nuovissima crisi che si prospetta all'orizzonte potrebbe accelerare il processo di adozione auspicato. A costituire un'effettiva presa di posizione rilevante e positiva a riguardo è stato il discorso del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, in un forum recente organizzato dall'associazione degli operatori nei mercati italiana (52). Nel discorso, Visco sottolinea l'importanza futura dell'*outsourcing* per la gestione efficiente dei crediti deteriorati, citando in particolare le inadempienze probabili grossomodo per le ragioni più volte elencate durante la tesi. Il riconoscimento delle vie alternative di gestione UtP da parte dell'esponente finanziario più influente in Italia può essere considerato sicuramente un buon punto di partenza per la futura nascita dei fondi collettivi di gestione. Solo il tempo, poi, potrà dare i suoi giudizi.

Bibliografia

(1): Banca d'Italia (2017). Approfondimento della Banca d'Italia sull'attività di gestione e recupero di crediti deteriorati - Nota illustrativa. BANCA D'ITALIA;

(2): Banca d'Italia (2020). I crediti deteriorati (Non-Performing Loans-NPLs) del sistema bancario italiano. BANCA D'ITALIA;

(3): European Central Bank (2017). Guidance to banks on non-performing loans. EUROPEAN CENTRAL BANK;

(4): Resti A. (2019). Non-Performing Loans in the European Union. State of Art and Possible Policy Pools. Banca Impresa Società, Il Mulino;

(5): Beccalli A., Eakins G.E., Mishkin F.S. (2019). Istituzioni e mercati finanziari. Pearson;

(6): Beck R., Jakubik P., Piloiu A. (2013). Non-Performing Loans: What Matters in Addition to the Economic Cycle? ECB Working Paper 1515;

(7): Previtali D. (2020). Materiale didattico di "Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari. LUISS UNIVERSITY;

(8): Betz J., Keller R., Kruger S., Rosch D. (2020). Macroeconomic effects and frailties in the resolution of non-performing loans. Journal of Banking & Finance, Volume 112;

(9): European Central Bank (2020). The euro area bank lending survey – Fourth quarter of 2019. EUROPEAN CENTRAL BANK;

(10): Istat (2019). Conti Nazionali- Dati e Microdati. ISTAT;

(11): Banca IFIS (2020). Mercato delle transazioni NPL e industria del servicing. BANCA IFIS;

(12): PricewaterhouseCoopers (2019). The Italian Unlikely to Pay market: the next big wave. PWC;

(13): Quagliarello M. (2007). Banks' riskiness over the business cycle: a panel analysis on Italian intermediaries. Applied Financial Economics;

(14): Anastasiou D. (2017). Is ex-post credit risk affected by the cycles? The case of Italian banks. Research of International Business and Finance;

(15): Anastasiou D., Louri H., Tsionas M. (2016). Determinants of non-performing loans: evidence form Euro-area countries. Finance Research Letters;

(16): Mohaddes K., Raissi M., Weber A. (2017). Can Italy grow out of its NPL overhang? A panel threshold analysis. Economics Letters;

(17): 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;

(18): Coccorese P., Ferri G. (2020). Are mergers among cooperative banks worth a dime? Evidence of efficiency effects of M&As in Italy. Economic Modelling;

(19): Segura A., Suarez J. (2019). Optimally solving banks' legacy problems. Working Paper, BANCA D'ITALIA;

(20): Carpinelli L., Cascarino G., Giacomelli S., Vacca V. (2016). La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane. Questioni di Economia e Finanza;

(21): Banca d'Italia (2018). Guidance on the management of non-performing loans for Italy's less significant institutions. BANCA D'ITALIA;

(22): Angelini P. (2018). I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema. Convegno "NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori";

(23): Angelini P. (2018). Do high levels of NPLs impair banks' credit allocation? Notes of Financial Stability and Supervision, ESMA;

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

(25): Carrière P. (2020). Restructuring Funds; an alternative tool for a systemic approach to active management of Unlikely to Pay (UTP); BAFFI CAREFIN Centre Research paper N°2020-132;

(26): Bolognesi E., Stucchi P., Miani S. (2019). Are NPL-backed securities an investment opportunity?; The Quarterly review of Economics and Finance;

(27): Cosentino L. (2020). Recent Trends in the Italian Banking Sector and NPE Management Options; LUISS Business School;

(28): Beccalli E., Mishkin F.S., Eakins S.G. (2019). Istituzioni e mercati finanziari; Pearson-nona edizione;

(29): Buchanan B. (2016). Securitization: A Financing Vehicle for All Seasons?; Journal of Business Ethics;

(30): Chen, Liou, Opong K., Zhou M. (2017). Short-term safety or long-term future? Empirical evidence of the impact of securitization on bank risk; Journal of International Money and Finance;

(31): Klein P., Mossinger C., Pfingstein A. (2020). Transparency as a Remedy for Agency Problems in Securitization? The Case of ECB's Loan-Level Reporting Initiative; Journal of Financial Intermediation;

(32): Pilati A. (2017). Le cartolarizzazioni: problemi ed opportunità; Convegno AIAF 11/2017;

(33): AIAF (2017). Le cartolarizzazioni, problemi ed opportunità: un manuale per trovare soluzioni di mercato; Quaderno AIAF 174;

(34): Fiscale C. (2016). GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) – Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs; Rivista di Diritto Bancario;

(35): Decreto-Legge 14/02/2016, n.18, Capo II. (2016). Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze; Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana;

(36): KPMG (2019). GACS tool in the Italian Non-Performing Loans space; KPMG;

(37): Franke G., Kranhen J.P. (2007). Default risk sharing between Banks and Markets: the contribution of Collateralized Debt Obbligations; National Bureau of Economic Research;

(38): Battaglia F., Gallo A., Mazzuca M. (2014). Securitized banking and the Euro financial crisis: Evidence from the Italian banks risk-taking; Journal of Economics and Business;

(39): Nuzzo G. (2017). A critical review of the statistics on the size and riskiness of the securitization market: evidence from Italy and other euro-area countries; Occasional Papers, Banca d'Italia;

(40): Mediobanca (2018). Resoconto sulla transizione al principio contabile IFRS 9; Mediobanca;

(41): European Central Bank (2020). The euro area bank lending survey – First quarter of 2020. EUROPEAN CENTRAL BANK;

(42): Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 (2015). Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio; BANCA D'ITALIA;

(43): European Securities and Market Authority (2016). Key principles for a European framework on loan origination by funds; ESMA;

(44): Commissione Europea (2018). Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali; COMMISSIONE EUROPEA;

(45): Carriere P. (2018). Il prevedibile impatto per il sistema finanziario e imprenditoriale italiano della proposta di direttiva sullo sviluppo dei mercati secondari di NPL; Rivista di Diritto Bancario;

(46): Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio (2011) sui gestori di fondi d'investimento alternativi. Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea;

(47): Alvaro S., Annunziata F. (2018). Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi; CONSOB;

(48): Altman E., Benhenni M. (2019). The anatomy of distressed debt markets; The Annual review of Financial Economics;

(49): Akerlof G. (1970). The market for "Lemons": quality uncertainty and the Market Mechanism; The quarterly Journal of Economics;

(50): Fell J., O'Brien E. (2017). Overcoming non-performing loans market failures with transaction platforms; Financial Stability Review of ECB;

(51): Meloni P. (2018). Il Reserved Investment Alternative Fund (RAIF) ha realmente aumentato la competitività del mercato lussemburghese?; articolo ad opera di Parva Consulting;

(52): Visco I. (2020). Congress Speech by the Governor of the Bank of Italy; 26th ASSIOM FOREX.