

La cartolarizzazione degli NPLs e la GACS

Il nuovo tessuto normativo

Andrea Arcangeli

28 marzo 2017

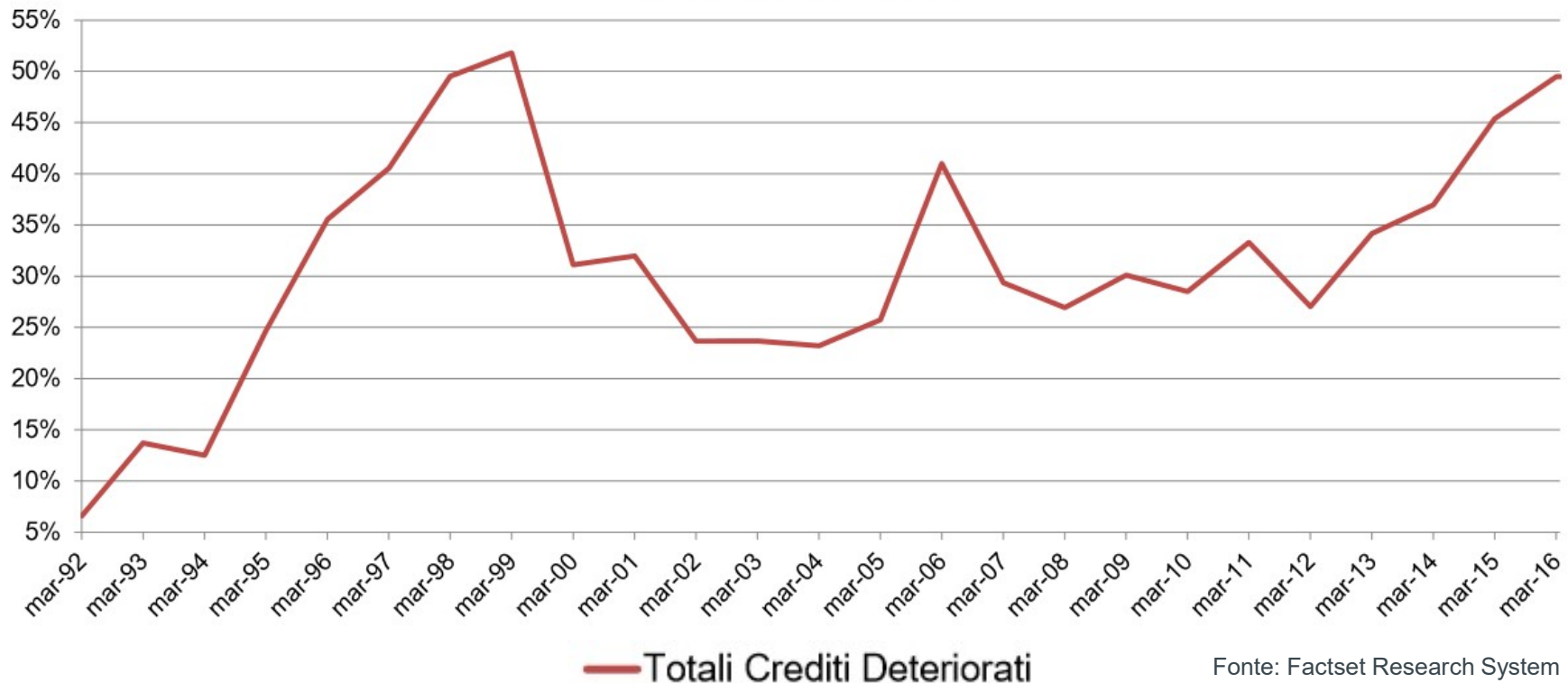
Brevi cenni sul mercato degli NPLs in Italia

La problematica dei *non performing loans* in Italia

1. Lo smobilizzo degli NPLs in Italia si sta manifestando troppo lento rispetto al resto dell'UE: dal 2014 al 2016 solo 11mld Euro lordi venduti.
2. Il legislatore ha inteso favorire un intervento finalizzato ad accorciare i tempi di smobilizzo e allo stesso tempo di creare un mercato efficiente.

Rapporto tra il Monte *NPLs* delle Banche Italiane e dell'Eurozona

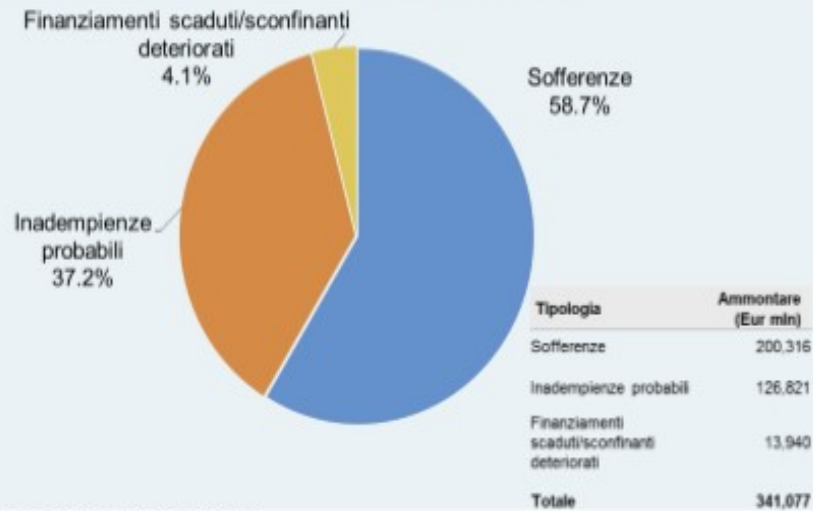
Da Marzo 1992 a Aprile 2016



Fonte: Factset Research System

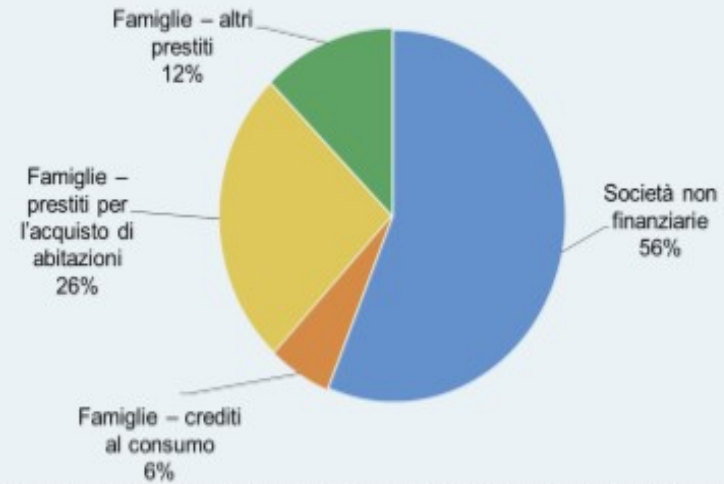
Composizione dei crediti

Finanziamenti deteriorati – breakdown (quarto trimestre 2015)



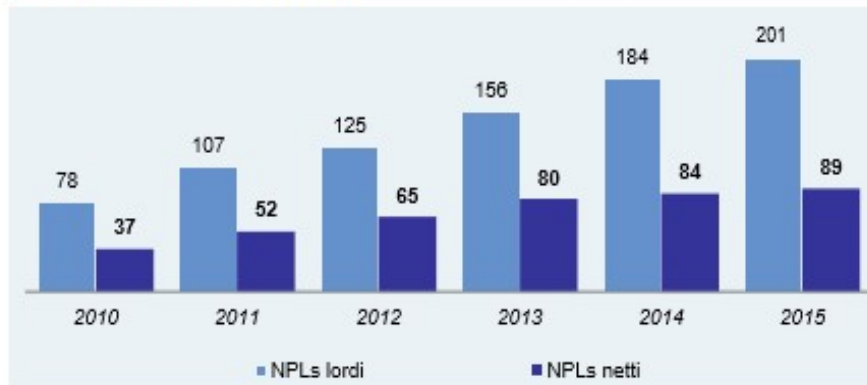
Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico, I trimestre 2016

Breakdown per controparti (Febbraio 2016)

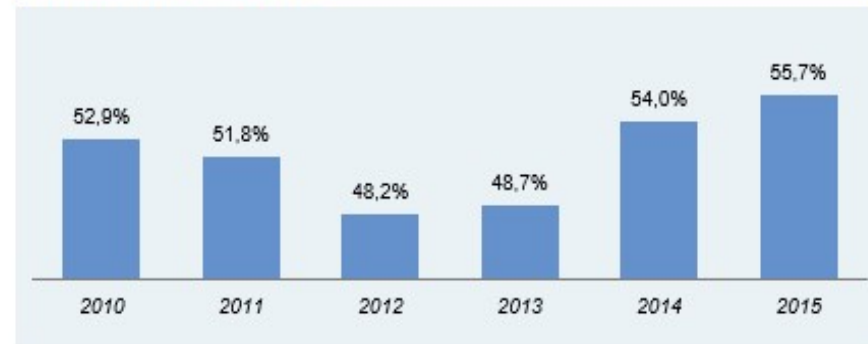


Fonte: Banca d'Italia, supplementi al Bollettino Statistico, 11 Aprile 2016 (Vengono esclusi i prestiti alle amministrazioni pubbliche e altri residenti)

Evoluzione Sofferenze lorde e nette



Evoluzione del coverage ratio*



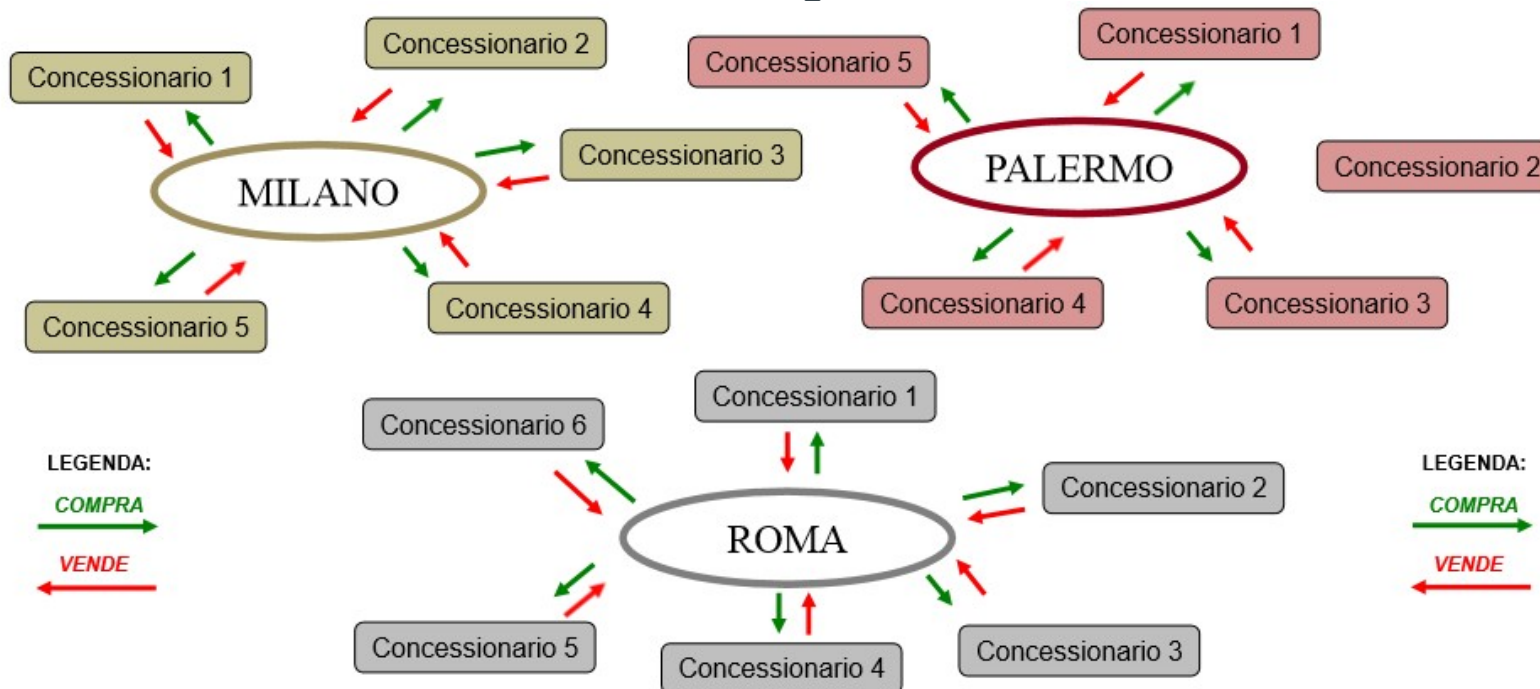
Dati in miliardi di Euro al 31 Dicembre 2015	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie	Società non finanziarie	Famiglie produttrici	Famiglie consumatrici
(a) Sofferenze lorde	0.22	3.53	157.60	15.78	34.94
(b) di cui: assistite da garanzie reali	0.08	1.85	69.59	7.96	21.00
Rapporto (b)/(a)	36.36%	52.45%	44.15%	50.43%	60.10%

Fonte: Bollettino Statistico Banca d'Italia (B4.10) - I Trimestre 2016

Esempio di un mercato «inefficiente»

Il problema della «dinamica di formazione del prezzo» :

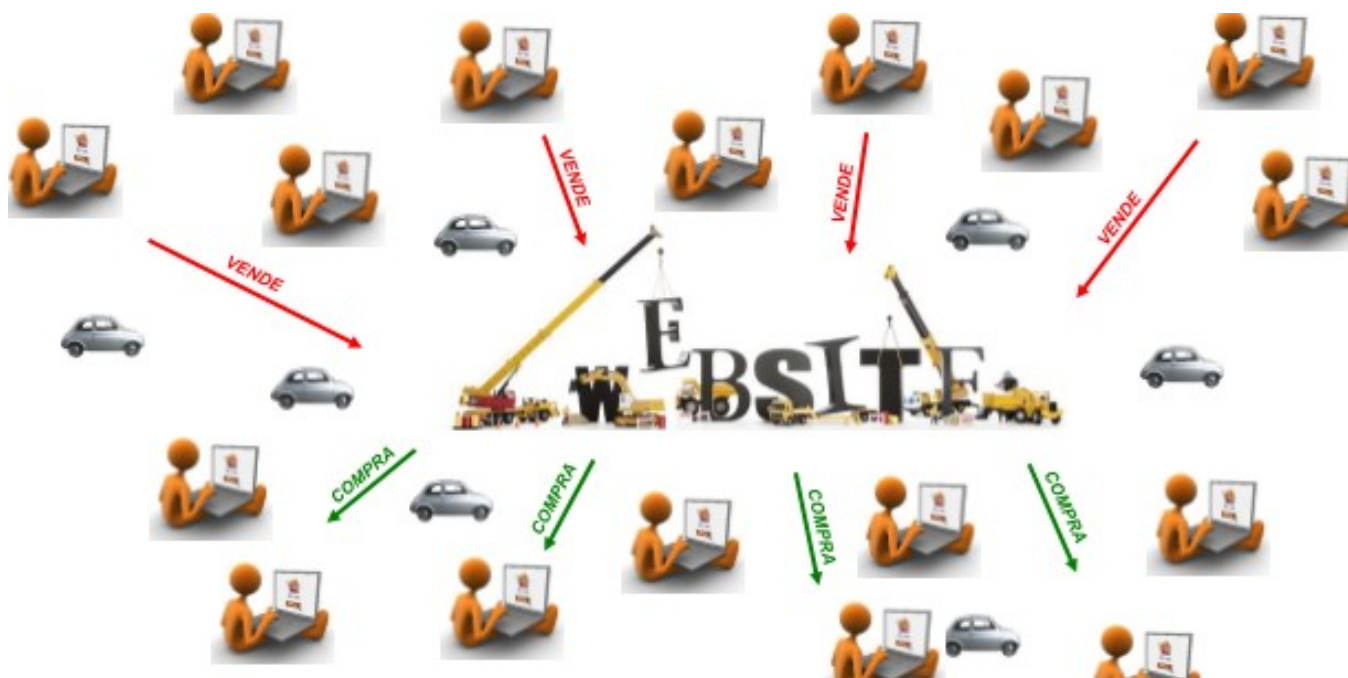
Una concessionaria di automobili riceve una richiesta di comprare 100 autovetture dai loro rispettivi proprietari, i quali chiedono di formulare una offerta di acquisto entro e non oltre la medesima giornata.



Lo *spread* tra il prezzo di vendita ed il prezzo di acquisto sarà molto elevato perché la concessionaria non avrà tempo a sufficienza per valutare lo «stato di salute» di ogni singola autovettura

Esempio di un mercato efficiente

Se vi fosse un *provider on line* per la valutazione istantanea degli autoveicoli?



Gli scambi avverrebbero ad un prezzo molto superiore per:

- (i) una maggiore e più omogenea diffusione delle informazioni;**
- (ii) un incrocio *bid / ask* effettuabile anche in luoghi diversi;**
- (iii) un abbattimento dei costi legati alla ricerca di informazioni.**

Lo *spread bid / ask*

Non esiste un prezzo di mercato unico per le attività finanziarie.

In ogni transazione economica esistono sempre 2 prezzi diversi:

- **prezzo denaro** (*bid* – prezzo a cui si vende);
- **prezzo lettera** (*ask* – prezzo a cui si compra).

La differenza tra questi due prezzi si manifesta in qualsiasi contrattazione e varia a seconda delle caratteristiche dell'oggetto della negoziazione.

Il problema degli NPLs è



capire perché lo *spread bid/ask* sia così ampio e



come operare per ridurlo

Lo *spread bid / ask*

I fattori che contribuiscono allo *spread bid/ask* degli NPLs sono:

- ***Data quality***: inteso come il processo di archiviazione e mantenimento delle informazioni nelle banche dati.
- ***Servicing***: ovvero l'efficienza ed il costo del servizio per il recupero dei crediti.
- ***Time to recovery*** il tempo impiegato per recuperarli.
- ***GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze)***: la possibilità di creare un moltiplicatore usando lo schema di garanzia.
- ***Condizioni del mercato***: andamento prospettico dell'economia e dei premi degli immobili.

A differenza di tutte le altre attività finanziarie, gli NPLs non hanno *cash flow* propri. I *cash flow* coincidono con il credito recuperato, il cui valore è più difficile da valutare ed avviene con una tempistica incerta.

Data Quality

Bassa visibilità dei singoli NPLs dovuta alla assenza di dati organizzati, omogenei, completi e disponibili in *database* delle banche




Il principale problema è che gli investitori non hanno dati chiari ed organizzati in forma digitale per valutare in tempi brevi i portafogli di NPLs

In molti casi la documentazione relativa agli NPLs è ancora:

- in formato cartaceo;
- incompleta;
- su piattaforme incompatibili con quelle del NPLs *Servicer* esterno;
- non facilmente reperibile.


Inoltre:



carenza di serie storiche e dati accurati sui tempi di recupero per le varie procedure e per distretti / tribunali.



carenza di serie storiche e dati sull'attività di *servicing* per il processo di *rating* da parte delle agenzie



le agenzie di *rating* verificano la discrepanza tra i piani di recupero dei crediti ed i tempi obiettivi di recupero

Servicing

Frammentazione del mercato, scarse competenze, carenza di massa critica, poca efficienza dei processi di recupero



Alcune banche hanno *servicing team* interni con competenze non specialistiche e carenza di tecnologia, altre si avvalgono di soggetti terzi

Non tutti i *servicer* fanno tutto: alcuni sono focalizzati su particolari segmenti di NPLs e/o più attivi in certe aree geografiche

I costi di *servicing* sono più elevati rispetto ad un mercato composto da operatori efficienti con una massa critica adeguata (i.e. staff, servizi, legal)

I tempi di recupero ed i *recovery rate* sono fortemente influenzati dalla qualità del *servicer*.

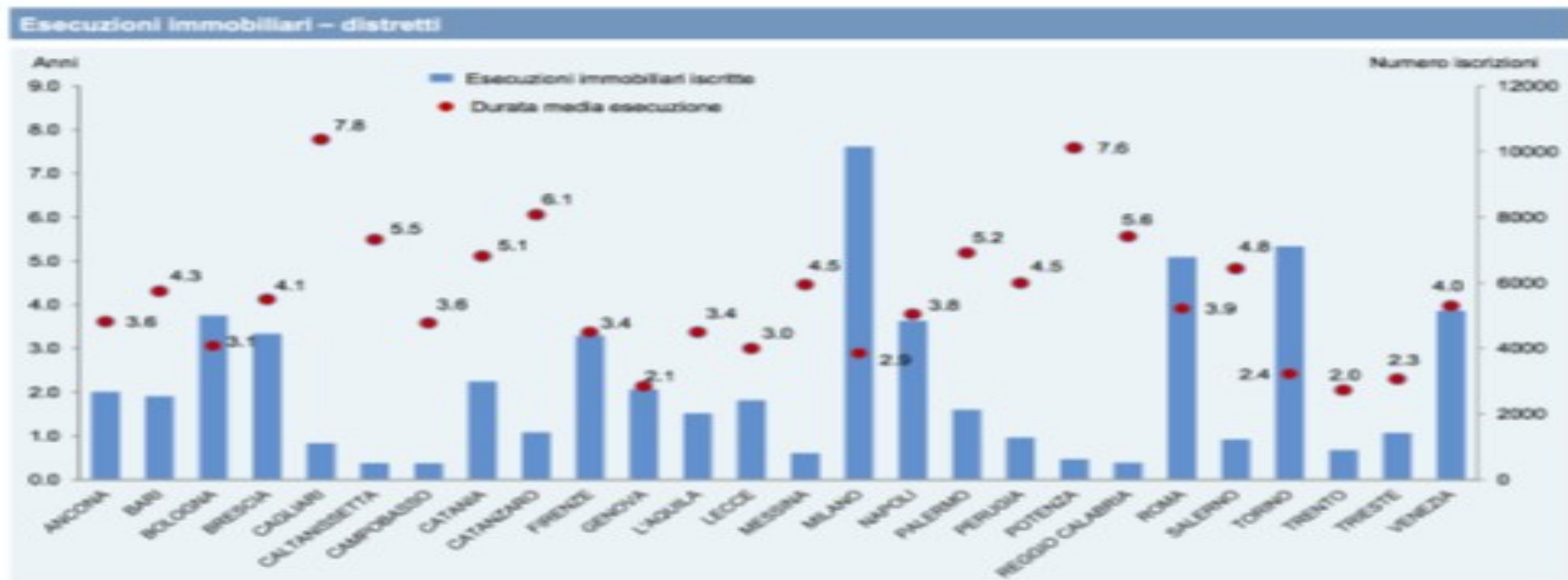
Time to Recovery

Incertezza sul tempo di recupero ed ampia divergenza tra vari procedimenti e tra diversi Tribunali.



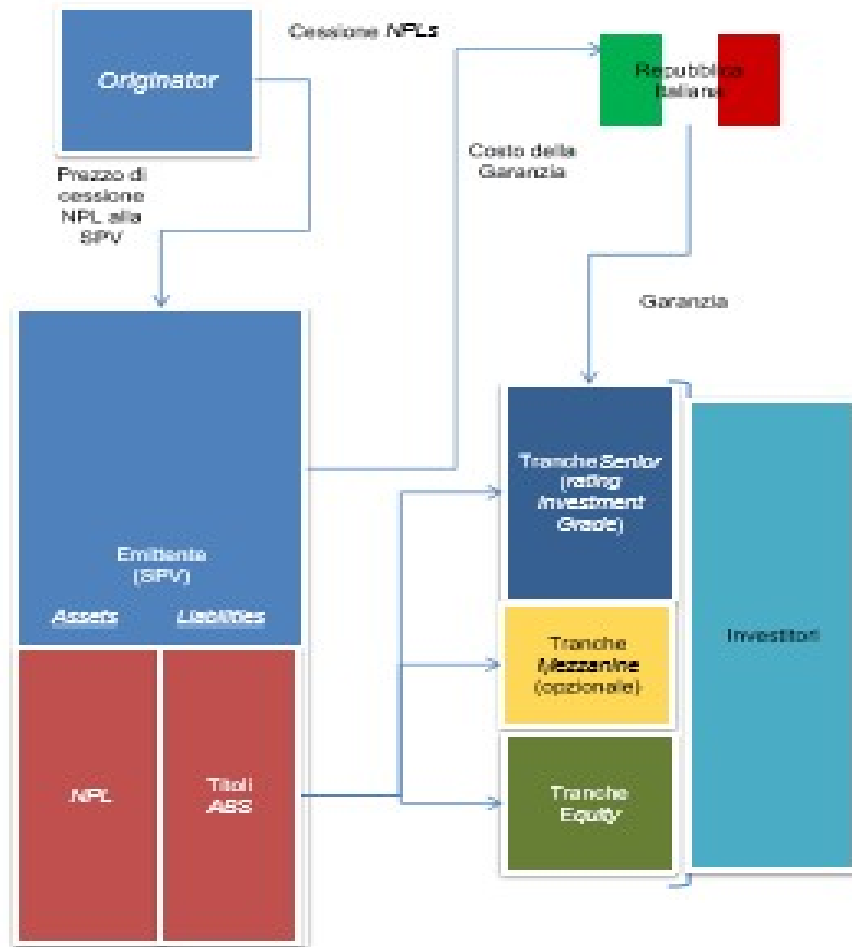
Gli investitori devono fare diverse ipotesi tra i vari procedimenti e stimare i tempi di recupero

Pochi operatori di mercato hanno accesso ad un *database* di informazioni sufficientemente dettagliato da consentire una previsione accurata dei potenziali *cash flow* futuri derivanti da ogni NPL



La cartolarizzazione e la GACS

La GACS intende favorire l'effettivo sviluppo di un mercato per le cartolarizzazioni di crediti di NPLs in Italia.



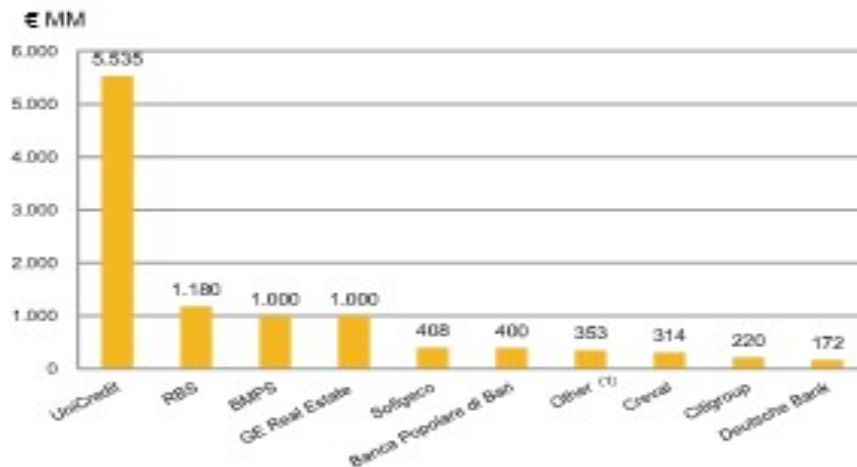
Lo schema della cartolarizzazione con GACS può tradursi come segue:

- una SPV dedicata all'operazione emette *tranches* di diverse *seniority*;
- il MEF garantisce solo la *tranche senior* che deve avere un rating *investment grade*;
- il costo della GACS è *market-based* e riferito ad un *basket* di CDS di pari *rating* e aumenta in funzione del tempo di recupero degli *asset* sottostanti (incrementi a 3, 5 e 7 anni);
- la GACS è subordinata all'utilizzo di un *servicer* esterno ed indipendente per il recupero degli *asset* ceduti;
- l'acquisto della *tranche equity* da parte di un investitore terzo consente il deconsolidamento degli NPLs;
- la garanzia pubblica consente la riduzione della cedola sulla *tranche senior* e di conseguenza il suo costo.

Buyers // Sellers

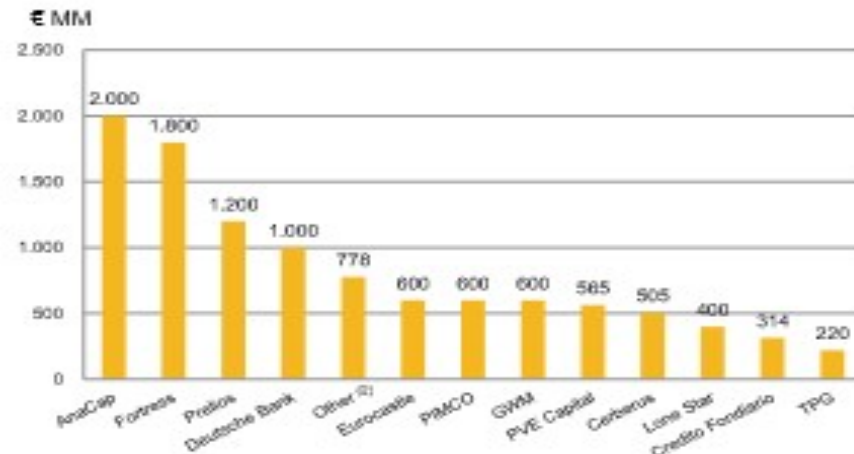
- **Mercato** attualmente composto da un elevato numero di *forces sellers* e un basso numero di acquirenti specializzati su larga scala.
- **Struttura dei costi** dell'investitore: elevati costi di struttura ed elevate commissioni di gestione aumentano il livello di *IRR* minimo accettabile da parte degli investitori.
- **Excess IRR**: i fondi di *private equity* in genere hanno aspettative di rendimento maggiori di un investitore istituzionale.

Italian Loan Vendors
2014 – 2016 YTD



Fonte: C&W Loan Sales 2014-2016, Debtwire, CNBC, Apax, Deloitte NPL Outlook 2014-2016, Italy24, KPMG Loan Sales Feb 2016.

Italian Loan Buyers (2)
2014 – 2016 YTD



Fonte: C&W Loan Sales 2014-2016, Debtwire, CNBC, Apax, Deloitte NPL Outlook 2014-2016, Italy24, KPMG Loan Sales Feb 2016.

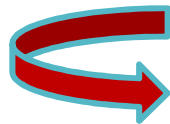
Il *framework* normativo in Italia

La Legge 130/99

- La Legge 130/99 istitutiva della *securitization* in Italia

Il Decreto «GACS»

- Il D.L 18/2016 «*Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio*»
- Legge 8 aprile 2016, n. 49
- Il Decreto MEF 3 agosto 2016 «*Fondo di garanzia di cui all'art. 12, comma 1 del D.L. 18/2016 convertito, con modificazioni, dalla Legge 8 aprile 2016, n. 49 recante disciplina in materia di garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*».



La GACS non è aiuto di Stato ma una garanzia dello Stato che viene rilasciata dietro il pagamento di una commissione periodica versata al Tesoro e calcolata come percentuale annua sull'ammontare garantito

La tecnica normativa adottata

- Il Decreto GACS ha disciplinato in modo puntuale la struttura della cartolarizzazione di NPLs e della GACS. Sono stati espressamente normati: il prezzo di cessione, il *tranching*, la struttura dei titoli, gli eventuali contratti accessori, il *rating*, il *servicer*, l'ordine di priorità dei pagamenti, etc. etc.
- E' questa una tecnica normativa del tutto nuova e diversa rispetto a quella della Legge 130. In tal caso, infatti, si prevedevano solo gli elementi essenziali dell'operazione per poi lasciare spazio alla prassi ed alle esigenze degli operatori del mercato.
- La *ratio* di tale scelta è evidente: si è inteso creare uno schema di operazione definito, predeterminato, che permettesse al relativo garante di valutare ed analizzare rapidamente l'operazione proposta, consentendo agli *originators* di aderire alla struttura delineata e lasciare minore flessibilità *nell'arranging* dell'operazione.

Il meccanismo di funzionamento della GACS

Struttura dell'operazione di *securitization*

- Gli NPLs dovranno essere trasferiti dal cedente alla SPV per un prezzo non superiore al valore netto di bilancio (valore lordo al netto delle rettifiche).
- La gestione degli NPLs dovrà essere affidata ad un soggetto (i.e. *NPLs Servicer*) distinto dal cedente e non appartenente al suo gruppo. Tale soggetto potrà essere sostituito dai detentori dei titoli nel corso dell'operazione, a condizione che ciò non comporti un peggioramento del *rating* dei titoli *senior*.
- La SPV dovrà emettere almeno due classi di titoli, una *senior* ed una *junior* in relazione al rischio di assorbimento delle perdite, salva la possibilità di emettere anche titoli *mezzanine*. I titoli *junior* non daranno diritto al rimborso del capitale, né al pagamento di interessi o altra forma di remunerazione, sino al rimborso integrale dei titoli *senior* e di quelli *mezzanine* (ove emessi).

Struttura dell'operazione di *securitization*

- I titoli *senior* dovranno possedere un livello di *rating*, assegnato da un'agenzia esterna di valutazione di merito del credito (i.e. ECAI – External Credit Assessment Institutions), non inferiore all'ultimo grado della scala di valutazione del merito di credito *investment grade*. La SPV non potrà richiedere la revoca del *rating* fino all'integrale rimborso dei titoli *senior*.
- I titoli *senior* ed i titoli *mezzanine* dovranno avere una remunerazione a tasso variabile con pagamento degli interessi a scadenza periodica (i.e. trimestrale, semestrale o annuale). Inoltre, la remunerazione dei titoli *mezzanine* potrà essere differita al ricorrere di determinate condizioni o essere vincolata ad obiettivi di *performance* nella riscossione o recupero delle sofferenze cedute.
- Per facilitare il buon esito delle operazioni di cartolarizzazione potranno essere previste forme di *credit enhancement* rappresentate dall'attivazione di una linea di credito ovvero dalla stipula di contratto di copertura finanziaria del rischio sui tassi di interesse.

Ordine e priorità dei pagamenti

- Le somme rivenienti dai recuperi e dagli incassi realizzati in relazione al portafoglio dei crediti cartolarizzati, nonché dai contratti di copertura finanziaria e degli eventuali utilizzi a valere sulla linea di credito, al netto degli importi trattenuti dal NPLs *Servicer* per la propria attività di gestione, dovranno essere utilizzati secondo il seguente ordine di priorità dei pagamenti:

oneri fiscali	rimborso del capitale della linea di credito (ove utilizzata)
somme dovute ai prestatori di servizi	interessi dei titoli <i>mezzanine</i> (ove emessi)
interessi e commissioni relative alla eventuale linea di credito	completo rimborso del capitale dei titoli <i>senior</i>
pagamento dovuto a fronte della concessione della GACS	completo rimborso del capitale dei titoli <i>mezzanine</i> (ove emessi)
pagamento delle somme dovute alle controparti di contratti di copertura finanziaria	pagamento delle somme dovute per capitale, interessi ed ogni altra forma di remunerazione sui titoli <i>junior</i>
Interessi dei titoli <i>senior</i>	

La caratteristica della GACS

- La GACS viene concessa a beneficio dei detentori dei titoli *senior* a seguito di istanza documentata presentata dal MEF dalla banca cedente. Essa è incondizionata, irrevocabile ed a prima richiesta e copre, per l'intera durata dei titoli *senior*, i pagamenti dovuti per capitale ed interessi.
- La garanzia diviene efficace solo quando la banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50%+1 dei titoli *junior* o, in ogni caso, un ammontare dei titoli *junior* e, ove emessi, dei titoli *mezzanine*, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti oggetto dell'operazione dalla contabilità della banca cedente.
- E' concessa a fronte di un corrispettivo annuo determinato a condizioni di mercato, facendo riferimento a tre panieri CDS riferiti a singoli emittenti italiani il cui *rating* emesso da S&P, Fitch o Moody's, sia valutato ad un livello almeno pari all'*investment grade* corrispondente a quello assegnato ai titoli *senior* che dovranno essere assistiti dalla garanzia.

La caratteristica della GACS

Il corrispettivo annuo è calcolato sul valore residuo dei titoli *senior* all'inizio del periodo di pagamento degli interessi ed è determinato in tal modo:

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

Al corrispettivo fisso sopra indicato si aggiunge una maggiorazione ove la *tranche senior* non sia stata rimborsata entro il terzo anno.

Il MEF potrà variare, in conformità alle decisioni della Commissione Europea, la misura del corrispettivo annuo ovvero i criteri di calcolo, ma eventuali variazioni non avranno effetto sulle GACS già in essere.

Ammissione ed escussione della GACS

Il beneficiario della GACS potrà escutere la garanzia entro 9 mesi dall'avvenuta scadenza dei titoli *senior*, in caso di mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale o interessi, che si protragga per almeno 60 giorni dalla scadenza del relativo termine per l'adempimento. Prima di poter escutere la garanzia, i detentori dei titoli *senior*, in concerto e tramite il rappresentante dei detentori dei titoli (*RON*) dovranno inviare alla società cessionaria la richiesta per il pagamento dell'importo scaduto e non pagato. Una volta decorsi 30 giorni ed entro 6 mesi dall'invio della richiesta alla società cessionaria, i detentori dei titoli *senior* potranno richiedere l'intervento della garanzia dello Stato.

In seguito all'escussione della GACS, il MEF provvederà in quanto non surrogato nei diritti dei detentori dei titoli *senior* al recupero della somma pagata, degli interessi al saggio legale e delle spese sostenute per il recupero stesso.

Considerazioni conclusive

La misura di quanto le GACS potranno effettivamente favorire la dismissione dello *stock* di NPLs accumulati dalle banche italiane sarà in concreto funzione di vari fattori, tra i quali, in particolare:

(a) una sufficiente riduzione del gap tra il prezzo offerto dagli investitori e quello richiesto dalle banche cedenti per i crediti in sofferenza – se, da un lato, la garanzia dello Stato consentirà un risparmio in termini di riduzione del tasso degli interessi che maturano sui titoli *senior*, dall'altro, il risparmio potrebbe non essere sufficiente a colmare tale *gap*.

Occorrerà infatti tener conto che il risparmio così ottenuto sarà, almeno in parte, eroso dal costo (di mercato) della garanzia e dal costo per l'ottenimento ed il mantenimento del *rating*, nonché dalle commissioni dovute al NPLs *Servicer* indipendente per la gestione dei crediti in sofferenza;

(b) la tempestività dell'attuazione del regime delle GACS – occorrerà del tempo affinché le agenzie di *rating* mettano a punto o aggiornino i criteri per questa categoria di asset (NPLs) e svolgano le loro analisi sui primi portafogli candidati al beneficio della garanzia statale;

- (c) l'interesse degli investitori** – gli investitori che tradizionalmente acquistano, anche mediante cartolarizzazione, gli NPLs normalmente si aspettano determinati rendimenti in un ristretto periodo di tempo e ciò potrebbe non essere in linea con l'essere interamente subordinati alla tranche *senior* (unica assistita dalla GACS) e l'essere ripagati solo quando i titoli senior saranno stati interamente rimborsati;
- (d) la possibilità per le banche di utilizzare i titoli senior come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento con la BCE** – tale possibilità non sembra attualmente contemplata dai provvedimenti della BCE, ma potrebbe rappresentare un beneficio in termini di liquidità per le banche, utile a favorire lo sviluppo delle cartolarizzazioni assistite dal beneficio della garanzia statale; e
- (e) la capacità di selezionare portafogli idonei all'assegnazione del rating richiesto** – la possibilità di ottenimento di un rating *investment grade* sui titoli *senior* sarà verosimilmente legata anche alla capacità della banca cedente di selezionare portafogli di NPLs muniti di idonea documentazione probatoria (compito talvolta non semplice in presenza di portafogli vetusti o acquisiti per effetto di una o più operazioni straordinarie).

Andrea Arcangeli

Dottore Commercialista

T.: +39 02 72.505.1

M.: andrea.arcangeli@simmons-simmons.com

simmons-simmons.com

elexica.com