
Cartolarizzazione di Crediti Non-Performing

Struttura delle operazioni riguardanti gli NPLs, lo schema GACS

Fabrizio Mennella – Eidos NPLS

Seminario IFIR – Università Sapienza

Roma, 18 novembre 2019

Agenda

| | Pagina |
|---|----------|
| Metodologia generale di valutazione: l'approccio delle agenzie di rating | 3 |
| Elementi di struttura di una cartolarizzazione di NPLs | 6 |
| La qualità di una cartolarizzazione, performance e business plan | 10 |
| La stima dei business plan | 12 |
| Lo schema GACS | 15 |

Agenzie di Rating, approccio alle cartolarizzazioni di NPLs

Panoramica dei criteri adoperati

- Analisi e risultati delle AR dipendono dai seguenti fattori:
 - Caratteristiche generali del portafoglio (es. garantito vs. chirografario, soggetto individuale vs. impresa, tipologia di immobile e sua collocazione geografica, fase legale e tempistiche di procedura)
 - Special servicer, esperienza, strategia e allineamento di interessi con i noteholders allo scopo di massimizzare le performance del portafoglio cartolarizzato
 - Elementi di qualità presenti nell'operazione (es. riserva di cassa, priorità pagamenti, triggers)
- Tassi di recupero e loro tempistiche sono gli elementi primari per derivare i cash flows
- Ammontare di recupero, le AR distinguono fra posizioni garantite e chirografarie:
 - Garantite: viene stimato un prezzo di vendita decrescente fino al "valore di vendita forzata"
 - Chirografarie: valore storico di recupero, distinto per coorte (più alta è la distanza dal momento di erogazione, più basso è il valore di recupero osservato)
- Tempistiche di recupero, variabili a seconda di:
 - Tipo di procedura
 - Stadio della procedura
 - Tribunale e sue tempistiche storiche

Agenzie di Rating, approccio alle cartolarizzazioni di NPLs (cont.)

Richieste delle AR

- Viene condotta approfondita due-diligence sul portafoglio
- Qualità e integrità del dato, base per giudizio e rating finale (e per la valutazione Investitori della cartolarizzazione) => data remediation
 - Individuazione del perimetro posto a collaterale (per le posizioni garantite da ipoteca, dove è richiesta la disponibilità di perizie, la stima dei cashflows attesi è più precisa)
 - Dato storico, fornito dallo special servicer, sui valori storici di recupero
 - Business plan della posizione, fornito dal master servicer, costruito sul *judicial market value* (JMV) pari al valore stressato del *open market value* (OMV), e quando presente su proposta di rientro formulata dal debitore (DPO)

Impatto del Data Quality sulla cartolarizzazione di NPL

- Nella stima dei cash flows della cartolarizzazione, una qualità del dato migliore ha un impatto determinante sulle tempistiche di incasso e sul giudizio delle stesse AR

Agenda

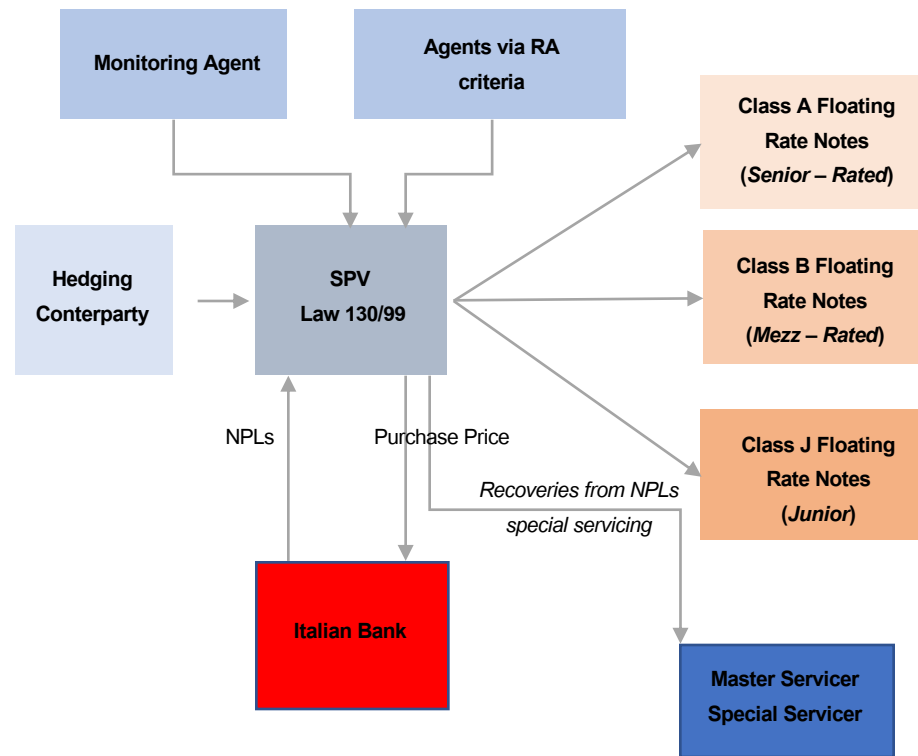
| | Pagina |
|--|----------|
| Metodologia generale di valutazione: l'approccio delle agenzie di rating | 3 |
| Elementi di struttura di una cartolarizzazione di NPLs | 6 |
| La qualità di una cartolarizzazione, performance e business plan | 10 |
| La stima dei business plan | 12 |
| Lo schema GACS | 15 |

Struttura tipica di una cartolarizzazione di NPLs

Caratteristiche principali

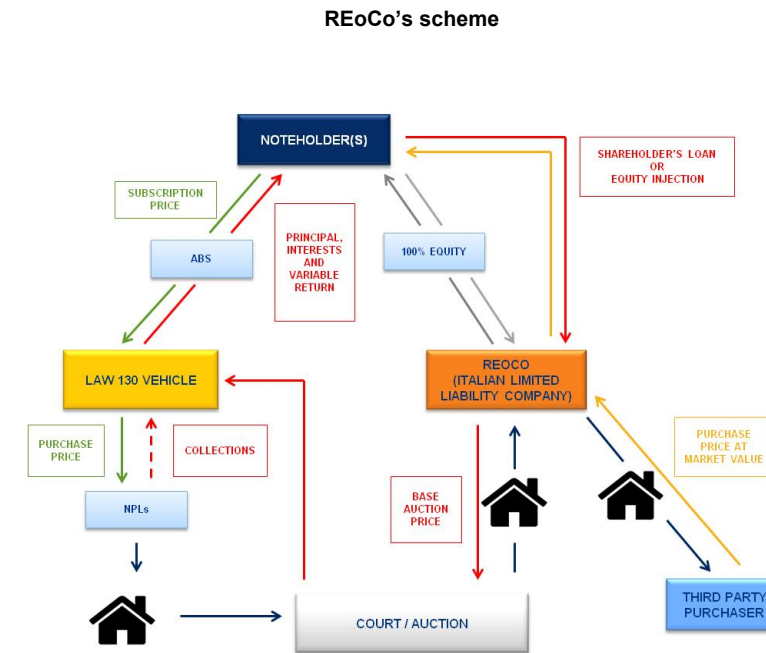
- **Rating:** le ABS (*asset backed securities*) collocate sul mercato hanno rating- Classi A e B. Tipicamente vengono emesse tre classi di obbligazioni (Notes): senior, mezzanine e junior notes. Le prime due hanno rating
- **Listing:** Senior notes vengono quotate (Lussemburgo) per facilitare classamento
- **Collateral:** NPLs italiani garantiti da immobili (residenziali e commerciali) e *unsecured* NPLs
- **Master e Special Servicer:** il primo controlla e fa un monitoraggio del secondo, tiene traccia dei cash flow, gestisce il portafoglio. Lo special servicer è il player operativo e in una cartolarizzazione possono essercene diversi
- **Business Plan:** per singola posizione e linea di credito a cura dello Special Servicer e analizzata dalle AR
- **Data tape and documentation:** in linea con gli standard delle AR, reso disponibile ai potenziali investitori mediante accesso a data room virtuali
- **Hedging:** L'operazione è sottoposta ad hedge (copertura) da *Eligible Institution* (secondo i criteri delle AR)

Diagramma di una cartolarizzazione



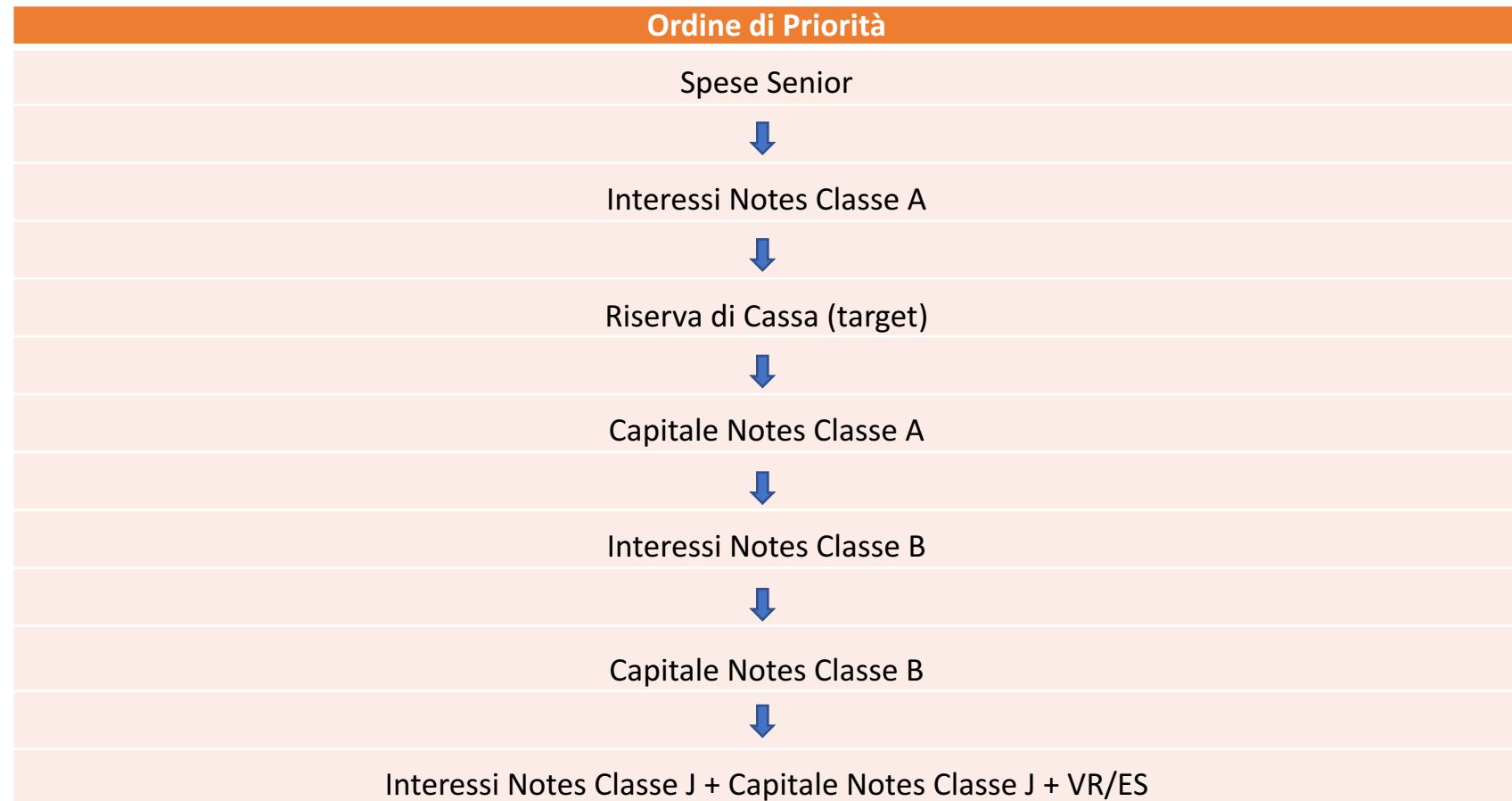
■ La novità dell'art. 7.1

- a) l'articolo 7.1, co. 4, della Legge sulla Cartolarizzazione, così come modificato dal D.L. 34/2019, prevede che *“Possono essere costituite una o più società veicolo d'appoggio, nella forma di società di capitali, aventi come oggetto sociale esclusivo il compito di acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse esclusivo dell'operazione di cartolarizzazione, direttamente o attraverso una o più ulteriori società veicolo d'appoggio, autorizzate ad assumere, totalmente o parzialmente, il debito originario, i beni immobili e mobili registrati nonché gli altri beni e diritti concessi o costituiti, in qualunque forma, a garanzia dei crediti oggetto di cartolarizzazione, ivi compresi i beni oggetto di contratti di locazione finanziaria, anche se risolti, eventualmente insieme con i rapporti derivanti da tali contratti.*
[...].”



La cascata dei pagamenti («waterfall») e la sua importanza nelle cartolarizzazioni di NPLs

- La *waterfall* è il fondamento della cartolarizzazione e presupposto del suo *tranching*
- In quella di NPLs assume ancora più rilevanza, poiché protegge investitori senior in caso di andamenti sotto performanti nel recupero
- Strutture *turbo* (a lato) sono strutture sequenziali di pagamento in cui quello di interessi e capitale delle classi inferiori (*mezzanine e junior*) è subordinato al pagamento del capitale della senior
- Strutture *alternative* sono quelle che fanno dipendere il pagamento degli interessi della *mezzanine tranche* in priorità rispetto al capitale della tranche senior, dalla performance del pool (gli NPLs)



Agenda

| | Pagina |
|---|-----------|
| Metodologia generale di valutazione | 4 |
| Elementi di struttura di una cartolarizzazione di NPLs | 6 |
| La qualità di una cartolarizzazione, performance e business plan | 10 |
| La stima dei business plan | 12 |
| Lo schema GACS | 15 |

Qualità relativa di una cartolarizzazione di NPL: l'*advance rate*

- Ogni cartolarizzazione ha nella componente senior più o meno ampia il proprio indice di qualità
- Un *advance rate* elevato indica una qualità superiore e viceversa per uno basso
- Nel caso di NPLs, più esso è grande maggiori sono le attese di recupero in termini di *business plan*

| Classi | Note Size | Note Size (% GBV) | Coupon | Rating |
|----------|--------------|-------------------|-----------------------|-----------------|
| A | €126M | 26,36% | EUR 6M + 0.50% | Area BBB |
| B | €14M | 2,92% | EUR 6M + 6% | Area B |
| J | €10M | 2,09% | EUR 6M + 15% | NR |

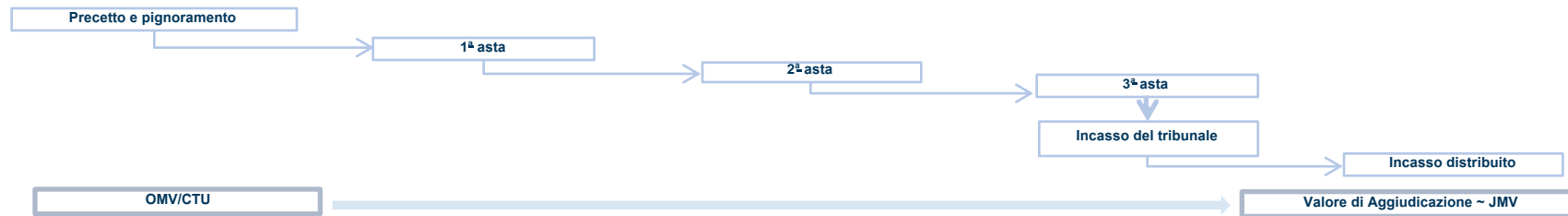
| Classi | Note Size | Note Size (% GBV) | Coupon | Rating |
|----------|-------------|-------------------|---------------------|---------------|
| A | €85M | 85% | EUR 6M + [*] | Area A |
| B | €11M | 11% | EUR 6M + [*] | Area BB |
| J | €4M | 4% | EUR 6M + [*] + ES | NR |

Agenda

| | Pagina |
|--|-----------|
| Metodologia generale di valutazione | 4 |
| Elementi di struttura di una cartolarizzazione di NPLs | 6 |
| La qualità di una cartolarizzazione, performance e business plan | 10 |
| La stima dei business plan | 12 |
| Lo schema GACS | 15 |

Il business plan, la metodologia (statistica) di valutazione delle agenzie di rating

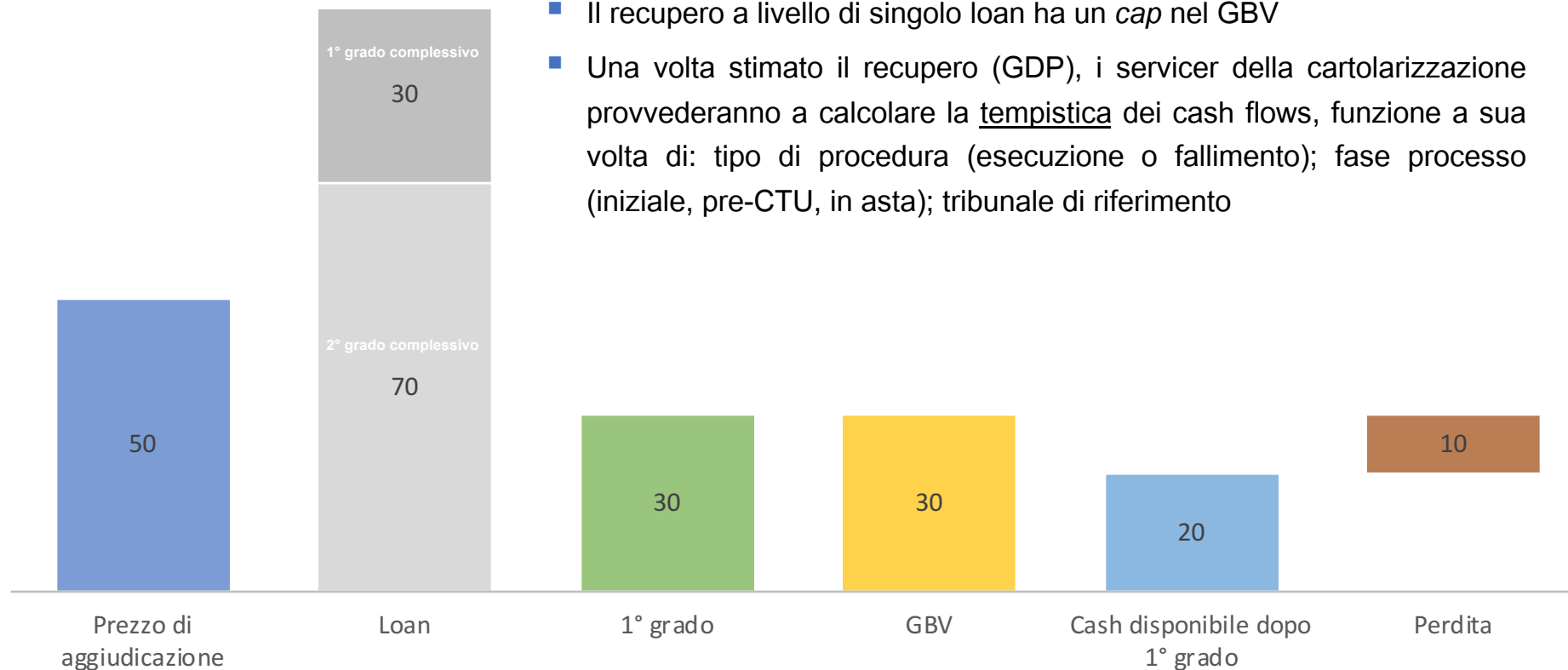
- Incassi lordi dalla vendita di un immobile: la vendita può essere precedente («cash in court») o avvenire dopo un'asta:



- Il driver dei recuperi è la stima del prezzo a cui l'immobile verrà venduto (valore di aggiudicazione)
- Per farlo occorre determinare il *judicial market value* («JMV»):
 - Valore di partenza è l'*open market value* («OMV») ovvero, se disponibile, la «CTU»
 - Se OMV è *seasoned* (pre-2017) si applica al valore un primo scarto (*haircut*)
 - Successivamente l'*haircut* viene applicato sulla base di tipologia e (ma solo occasionalmente) *location* dell'immobile:

| Tipologia di collaterale | Residenziale | Industriale | Commerciale | Hotel |
|--------------------------|--------------|-------------|-------------|-------|
| Haircut | 20% | 40% | 30% | 35% |

■ Dal business plan alla definizione dell'ammontare disponibile di flussi di cassa



Agenda

| | Pagina |
|--|-----------|
| Metodologia generale di valutazione | 4 |
| Elementi di struttura di una cartolarizzazione di NPLs | 6 |
| La qualità di una cartolarizzazione, performance e business plan | 10 |
| La stima dei business plan | 12 |
| Lo schema GACS | 15 |

Gli elementi chiave

- Il trasferimento dei crediti deve avvenire, dalla banca al veicolo, ad un prezzo non superiore al valore contabile netto della banca (valore lordo al netto delle rettifiche)
- La struttura dell'operazione deve prevedere emissione di almeno due classi differenti di obbligazioni (*notes*)
- La classe junior (*equity tranche*) dell'operazione viene rimborsata solo se le altre classi sono o saranno state integralmente
- Il veicolo può emettere una o più *mezzanine tranche*, che saranno subordinate almeno al pagamento degli interessi sulla *senior tranche*

Gli elementi chiave

- Per il rilascio della garanzia, l'operazione deve ricevere un rating uguale o superiore al rating *investment grade* da almeno un'agenzia di rating
- Il servicer dell'operazione deve essere un soggetto esterno, indipendente e non collegato in alcun modo alla banca originator
- Le classi *senior* e *mezzanine* dovranno avere le caratteristiche seguenti:
 - a tasso variabile
 - remunerazione della classe mezzanina dovrà essere subordinata al pagamento di interessi e capitale della *senior tranche* qualora alcuni target di performance non siano raggiunti

Tre condizioni

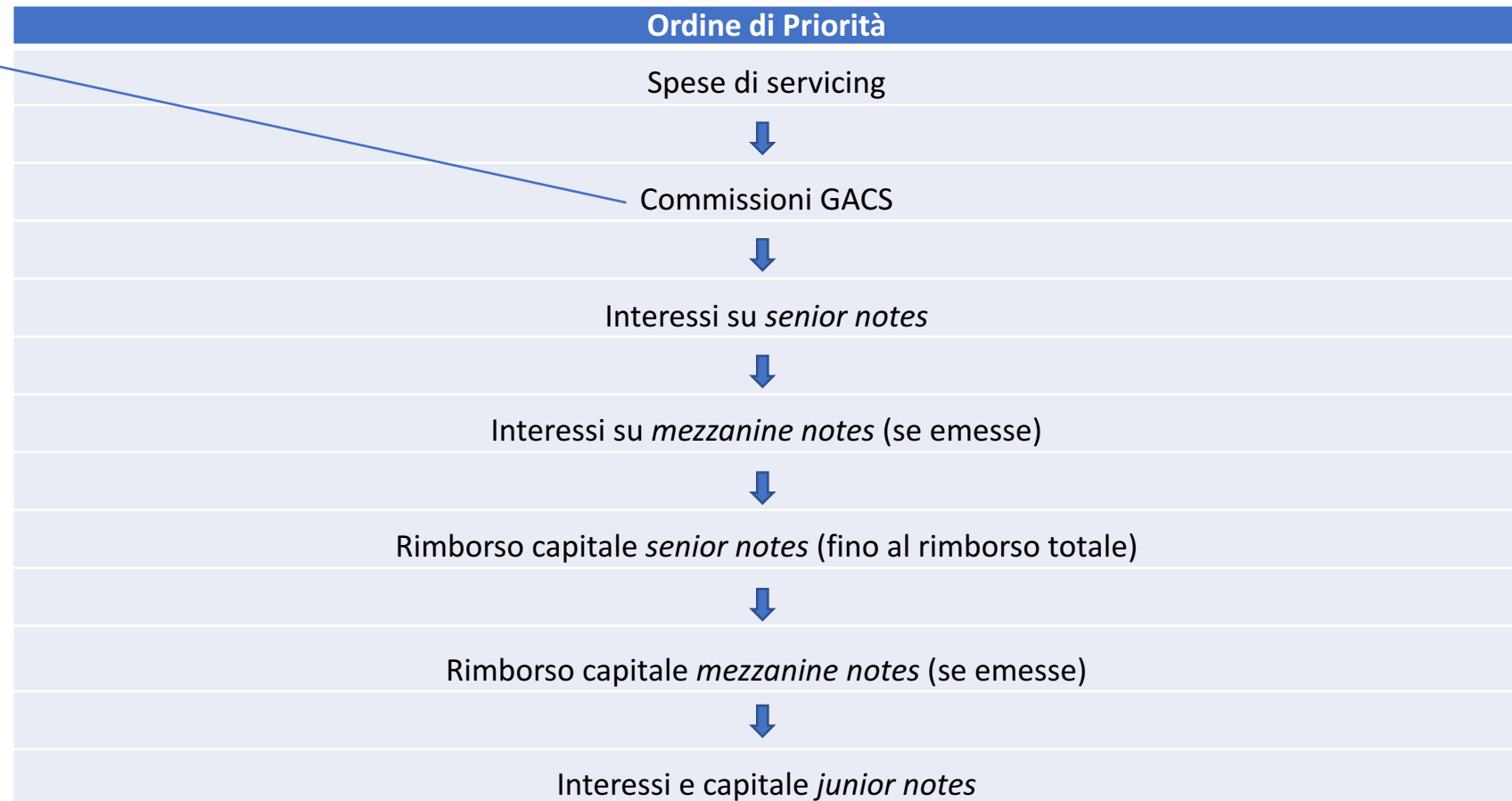
- Diviene operativa soltanto dopo che la banca originator ha trasferito almeno il 50% +1 delle *junior notes* e comunque per un ammontare tale da ottenere il deconsolidamento dei crediti (*derecognition*)
- Pagamento della commissione (annuale) al MEF
- Il mancato pagamento, anche in parte, di interessi e capitale sulla classe *senior* della cartolarizzazione

Scattando la garanzia ed effettuando il pagamento di interessi e capitale, lo Stato si sostituisce ai detentori della classe senior nel credito nei confronti della banca originator, credito che sarà aumentato degli interessi maturati e dei costi del recupero

Waterfall in ipotesi GACS

Il corrispettivo annuo della garanzia sarà:

- calcolato prendendo come riferimento i prezzi dei *credit default swaps* per taluni emittenti italiani (indicati nel Decreto) con un livello di rischio corrispondente a quello dei titoli garantiti
- crescente nel tempo, nel caso in cui i titoli senior non siano stati completamente rimborsati entro la fine del terzo o del quinto anno dalla concessione della GACS



GACS, molte luci... qualche ombra

- **Triggers:** *cumulative collection rate*, gli incassi cumulativi rispetto al business plan iniziale della cartolarizzazione; il *profitability ratio*, percentuale di recupero rispetto al business plan per ogni singola posizione
- Osservando i tassi di recupero, si notano due operazioni che stanno “mangiandosi” già la parte senior, dopo aver liquidato la junior: Elrond - senior 88,2%; Aragorn – senior 86%; Fino – senior 85%

