

Research Paper 3/2016

## **Il fondo Atlante: the Italian Job, la nuova era delle sofferenze bancarie**

*Autore: Luca Fava  
26 Aprile 2016*

Alla fine arrivò Atlante. La sfida dei giorni nostri sarà sostenere l'intero sistema bancario italiano sulle sue spalle. Così come nella mitologia greca il titano reggeva la sfera celeste prima di essere pietrificato dallo sguardo di Medusa, così il fondo - finanziato dalle stesse banche italiane - dovrà mantenere l'equilibrio della sfera finanziaria italiana.

La BCE e la Commissione Europea, che seguendo il parallelismo con le avventure del Titano rappresenterebbe la testa di Medusa che pietrificò Atlante, sembra - questa volta - aver rivolto il suo sguardo altrove, rilasciando il suo benessere all'operazione. A questo punto il mercato deve valutare se le spalle del fondo gestito dalla SGR Quaestio Management, ovvero la sua dotazione di capitale, siano abbastanza larghe per ri-sollevarne le sorti del sistema bancario italiano.

Di numeri ne sono girati tanti. Di ipotesi, più o meno attendibili, abbiamo riempito le pagine di giornali. Di sentenze ne abbiamo ascoltate diverse, da molto positive - tipicamente di stampo nazionale - a molto negative di origine straniera.

Nostro compito è quello di mettere ordine e capire i benefici che le azioni del fondo di investimento potrà avere sul sistema bancario italiano e sull'economia italiana in generale.

### **Punto 1. Obiettivo del Fondo**

Evitare una crisi sistemica derivante da un possibile/probabile insuccesso degli aumenti di capitale annunciati recentemente da alcune banche italiane che in mancanza di intervento del consorzio verrebbero assoggettate alla procedura regolamentare di resolution (bail-in). Questo è l'obiettivo principe della costituzione di Atlante; non è infatti un caso che gli azionisti siano le stesse banche italiane. Il grado di raggiungimento dell'obiettivo sarà tanto più alto quanto minore sarà l'apporto di liquidità che il fondo inietterà negli eventuali inoptati degli aumenti di capitale. La sua funzione è quella, de facto, di prestatore di ultima istanza; il solo fatto che sia previsto dovrebbe indirizzare gli investitori a sottoscrivere aumenti (se il prezzo sarà considerato vantaggioso...).

In via residuale, il fondo potrà investire in strumenti finanziari di qualunque seniority emessi da uno o più veicoli costituiti per l'acquisto di crediti deteriorati dalle banche italiane.

Gli investimenti dovranno tenere conto della sostenibilità economico-finanziaria di ciascuna operazione e verranno valutati in un'ottica di medio-lungo periodo. Il fondo Atlante promette agli investitori un rendimento lordo del 6-7% all'anno. È questo, secondo indiscrezioni di stampa, l'obiettivo che Quaestio Capital Management sgr punta di raggiungere gestendo il veicolo di nuova costituzione.

## **Punto 2. Dotazione del Fondo**

Il Fondo, che sarà di tipo chiuso (categoria alternativi mobiliari), sarà dotato di un patrimonio compreso tra 3,0 – 6,0 miliardi di euro da raccogliere presso investitori professionali. Gli investitori avranno tempo sino al 28 aprile per sottoscrivere le quote. Il fondo potrà utilizzare una leva finanziaria; ad oggi non è dato sapere quanto.

Chi sono gli investitori?

**Investitori Fondo Atlante alla data del XXX, totale euro 4,7 miliardi (al 20/04). Obiettivo massimo 6,0 mld.**

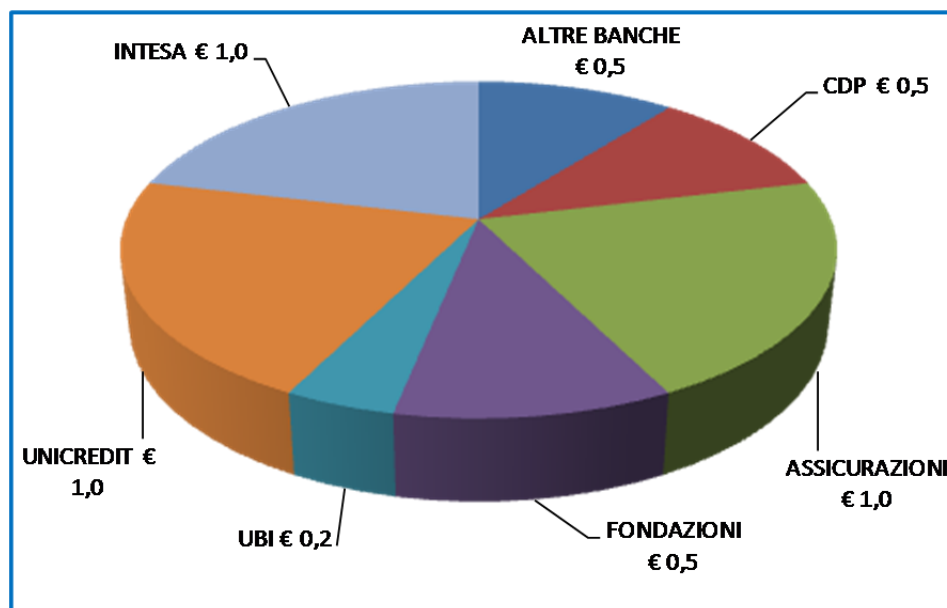


Grafico 1

## **Punto 3. Potenzialità del Fondo**

### *3.1 – Valutazione delle sofferenze*

Il punto di arrivo su cui il mercato ha basato, almeno fino a poco tempo fa, le proprie stime per l'intero sistema è l'ormai famoso valore di svalutazione delle sofferenze delle quattro banche (Marche, Etruria, Ferrara e Chieti) andate in risoluzione: novembre del 2015, 8,5 mld di euro di crediti furono svalutati a 17,6% del loro valore nominale (100).

Recentemente il Governatore Visco, ascoltato dalla commissione Finanze del Senato, ha affermato come "il valore di trasferimento delle sofferenze delle quattro banche e' stato determinato in media al 31% per la porzione garantita da ipoteca e al 7,3% per quella chirografaria (con una media ponderata del 22,3%). **Il valore di trasferimento medio delle loro sofferenze è stato pari al 22,3%** superiore di quasi 5 punti al 17,6% del valore medio provvisorio fornito al momento della risoluzione, sulla scorta delle indicazioni precise della Commissione.

Le parole di Visco, le sofferenze valgono 22,3%, hanno fissato un altro punto di arrivo per il mercato. Tutto vero? Non proprio. Lo stesso Visco ha sottolineato come questo valore non sia un benchmark e come ogni portafoglio abbia le proprie caratteristiche intrinseche che possono modificare, anche significativamente, il valore di smobilizzo/vendita.

### **Qual è il valore medio di smobilizzo? A quale prezzo comprerà il fondo Atlante?**

Il team di NRF, con questo paper, mira a fissare un punto di partenza e non di arrivo per valutare il valore di smobilizzo, oggi, delle sofferenze del sistema italiano.

Primo passaggio: stimiamo un miglioramento, a seguito del prossimo e annunciato decreto del Governo, dei tempi di recupero del credito; dagli attuali 7-8 anni a 5-6 anni. Il miglioramento, alla luce della situazione degli altri Paesi dove gli anni di recupero sono al massimo 4, è da considerarsi molto conservativo.

Le altre ipotesi sono rappresentate in Tabella 1.

**Ipotesi composizione portafoglio sofferenze medie italiane e valore di recupero sulle stesse sofferenze dopo 5 anni (dati società Moody's per crediti secured); range valore attualizzato sofferenze con tasso di remunerazione reso noto al mercato dal fondo Atlante (6,5%)**

TIPOLOGIA	QUANTITA'	RANGE PREZZO	PREZZO MEDIO
SECURED	60%	45-55	50
UNSECURED	40%	*10-20	15
VALORE MEDIO	TASSO REMUNERAZIONE	VALORE ATTUALIZZATO	
36,0	6,50%	24,7-26,3	

Tabella 1

**Il valore attuale di un portafoglio medio di crediti in sofferenza composta da 60% di crediti secured e 40% di crediti unsecured è quindi pari a ad un intorno di 25.5%.** Nello specifico la stima di range per i crediti secured è pari a **34,3 – 36,5** e per i crediti unsecured a **10,3 – 10,9**. Riteniamo pertanto che il Fondo Atlante comprerà su questi livelli di uscita di crediti dal bilancio delle banche (tecnicamente sarà infatti un veicolo che comprerà i singoli crediti per poi cartolizzarli e

metterli sul mercato). La decisione di vendere una quota più elevata di crediti secured o unsecured incide rispetto a quella ipotizzata nella

Tabella 1. potrà incidere significativamente sul valore attualizzato: ad esempio una ponderazione 70/30 restituirà un valore presunto di smobilizzo pari a 27,1 – 28,9 (tenendo fermo l'asse temporale per il recupero).

Il Grafico 2. evidenzia in termini grafici il peso sul valore dei crediti dei tempi di recupero. L'area di recupero secondo le nostre stime sarà 5-6 anni. Nel caso il tanto auspicato decreto dovesse essere più incisivo, basterà spostarsi sull'asse per trovare il nuovo livello di equilibrio.

**Valore medio di recupero di un portafoglio di sofferenze composto da 60% di secured e 40% unsecured in base all'effettivo anno di incasso del valore.**

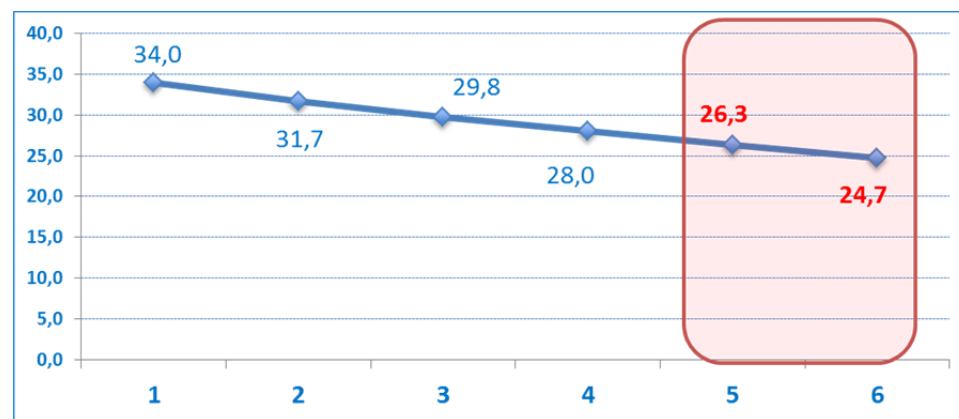


Grafico 2

### 3.2 – Potenzialità del Fondo

Il fondo Atlante non è abbastanza; il fondo è la soluzione. La risposta corretta gira tutto intorno al livello target di sofferenze che un sistema bancario può gestire senza compromettere indici patrimoniali, redditività e nuovi finanziamenti all'economia. L'erogazione del credito e la sua gestione sono infatti due attività core di un istituto bancario: le sofferenze sono, da sempre, una parte del processo dell'attività bancaria. Allo stesso tempo, in Italia, il perdurarsi della crisi finanziaria/economica ha provocato un'accumulazione oltre i livelli di guardia dello stock di sofferenze; è vero che anche altri Paesi europei hanno assistito ad un forte rallentamento dell'economia negli ultimi anni, ma la particolare struttura del tessuto industriale italiano, ancora oggi fortemente bancocentrica, ha fatto in modo che il livello di sofferenze delle banche italiane esplodesse verso livelli non più gestibili con l'attività corrente. E' quindi necessario intervenire con operazioni una-tantum di dismissione di pacchetti di crediti.

Il *Global Financial Stability Report* del Fondo Monetario (aprile 2016) evidenzia i principali indicatori finanziari delle banche europee. Il livello di sofferenze su totale crediti (*NPL ratio*) delle banche italiane è pari a 11,2%, quello delle banche spagnole è pari a 6,7%

Tabella 2

	Profitability					Capital					Market Pricing <sup>1</sup>			
	Pre-Provision Profit/Tangible Assets <sup>2</sup> (%)	ROE <sup>3</sup> (%)	ROA <sup>3</sup> (%)	NIM (%)	Cost/Revenue (x)	Equity/Assets <sup>4</sup> (%)	CET1/RWA (%)	Texas Ratio <sup>5</sup> (%)	NPL Ratio <sup>6</sup> (%)	RWA/Assets <sup>2</sup> (x)	P/TB Ratio <sup>7</sup> (x)	Equity Chg. YTD (%)	Senior CDS Spread (bps)	Sub CDS Spread (bps)
<b>Italy</b>	1.09	5.8	0.39	1.57	0.57	6.0	11.8	58.7	11.2	0.48	0.55	-35		
<i>Unicredit</i>	1.04	6.3	0.36	1.50	0.62	5.2	10.7	58.3	10.8	0.46	0.46	-36	227	441
<i>Intesa</i>	1.06	6.9	0.49	1.18	0.55	5.9	13.0	52.2	10.7	0.44	0.79	-27	163	339
<b>Other Italian Banks<sup>8</sup></b>	1.17	4.1	0.35	2.11	0.54	7.1	12.0	65.6	12.2	0.54	0.43	-43		
<b>Spain</b>	1.70	7.5	0.50	2.51	0.51	5.1	12.5	60.4	6.7	0.47	0.81	-25		
<i>Santander</i>	2.38	8.2	0.53	3.03	0.51	4.5	12.6	43.6	4.5	0.45	0.85	-25	174	363
<i>BBVA</i>	1.52	7.9	0.55	2.84	0.55	5.0	12.1	48.4	6.1	0.54	0.92	-22	172	360
<b>Other Spanish Banks<sup>8</sup></b>	0.93	6.3	0.41	1.57	0.49	6.0	12.7	91.3	10.1	0.43	0.67	-26		

Un elevato stock di sofferenze produce, infatti, effetti negativi sulla capacità di erogare credito (lo stock di sofferenze assorbe capitale senza restituire reddito) e quindi incide direttamente sulla redditività delle stesse banche; la redditività, o meglio la sua mancanza, incide a sua volta negativamente sul capitale (ovvero sulla stabilità finanziaria della stessa banca).

Per questi motivi il regulator (BCE) e il Mercato chiedono con insistenza (ognuno con i propri strumenti: livelli di capitale minimi più elevati il primo, penalizzazione dei corsi azionari il secondo) un intervento un tantum per abbassare il livello di stock delle sofferenze.

La banche italiane devono quindi portare a zero lo stock di sofferenze? Come illustrato precedentemente la gestione del credito problematico fa parte dell'attività core delle banche quindi il parametro di arrivo non può e non deve essere lo zero. Riteniamo che un livello accettabile di sofferenze per il sistema italiano, almeno in una fase iniziale, sia un valore vicino all'*NPL ratio* espresso dal sistema spagnolo; anzi qualcosa ancora in meno per effetto della nuova produzione di sofferenze per il 2016. **Ovvero un abbattimento di circa il 50% dello stock di sofferenze nette, pari a circa 41,8 mld di euro (nuovo *NPL ratio* sarà pari a 5,6%).**

Il fondo Atlante potrà gestire da solo tale ammontare?

**Livello di sofferenze in Italia (dati ABI) ed ipotesi dotazione iniziale del Fondo Atlante, dopo eventuale tiraggio per aumenti di capitale, dedicata all'acquisto di tranche junior di cartolarizzazioni di crediti. Ipotesi leva finanziaria del fondo.**

Tabella 3

<b>SOFFERENZE (secured 60% + unsecured 40%) MLD DI EURO</b>			
<b>LORDO</b>	<b>COPERTURE</b>	<b>NETTO</b>	<b>PREZZO USCITA</b>
190	56%	83,6	25,50%
<b>FONDO DOTAZIONE FINALE DOPO ADC IN MLD DI EURO</b>			
	NO LEVA	LEVA 1,2x	
HP 1	3,5	4,2	
HP 2	4,5	5,4	
		LEVA 1,5x	
HP 1	3,5	5,25	
HP 2	4,5	6,75	

Il fondo, come dichiarato dagli azionisti per mezzo stampa, acquisterà le tranche junior delle cartolarizzazioni. Ipotizzando che la dotazione iniziale sia di circa 5,3 miliardi di euro (post aumenti di capitale e con leva finanziaria), **l'SGR riuscirà a comprare circa la metà delle tranche junior.**

Il nostro scenario centrale prevede quindi una movimentazione, attraverso le disponibilità del fondo e l'acquisto da parte di altri investitori delle tranche senior garantite dallo Stato (sistema delle GAGS<sup>1</sup>), di circa 23 miliardi di euro di sofferenze. Per arrivare all'obiettivo minimo che il mercato e le Autorità di Vigilanza si aspettano (41 miliardi) altri investitori professionali nel campo dei crediti deteriorati dovranno mettere risorse fresche.

<sup>1</sup> Lo schema prevede la concessione di garanzie dello Stato nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione che abbiano come sottostante crediti in sofferenza. Lo Stato garantirà soltanto le tranche senior delle cartolarizzazioni, cioè quelle più sicure, che sopportano per ultime le eventuali perdite derivanti da recuperi sui crediti inferiori alle attese. Non si potrà procedere al rimborso delle tranche più rischiose (junior e mezzanina), se non saranno prima state integralmente rimborsate le tranche senior garantite dallo Stato.

[http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2016/comunicato\\_0020.html](http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2016/comunicato_0020.html)

Tabella 4

TRANCHE JUNIOR - QUOTA CLASSI JUNIOR MLD DI EURO			
45%	10,90		
<b>40%</b>	<b>9,69</b>	<b>IPOTESI NRF</b>	
35%	8,48		
FONDO ATLANTE - ACQUISTO CLASSI JUNIOR/SOFFERENZE TOT			
	DOTAZIONE FONDO	% ACQUISTO TRANCHE JUNIOR	SOFFERENZE MOVIMENTATE
<b>HP 1</b>	4,2	43,34%	<b>18,12</b>
<b>HP 2</b>	5,4	55,73%	<b>23,29</b>
<b>HP 1</b>	5,25	54,18%	<b>22,65</b>
<b>HP 2</b>	6,75	69,66%	<b>29,12</b>

Il valore presunto di realizzo di quei crediti non acquistati dal fondo Atlante, molto probabilmente, non potrà avere il range di prezzo ipotizzato nel capoverso valutazione delle sofferenze. L'investitore richiederà infatti un ritorno sul capitale investito più elevato di quello fissato dall'SGR: se guardiamo alle ultime operazioni di mercato tale valore di acquisto sarà più basso di circa 3-4 punti percentuali.

#### Punto 4. Impatti sul capitale delle banche

Se da un lato la vendita di crediti in sofferenza porta benefici dall'altro bisogna fare i conti con il capitale. Capitale inteso come livelli minimo di patrimonio (CET1) richiesto dall'Autorità di Vigilanza per operare: la vendita dei crediti produce una perdita per la Banca (dato il prezzo di acquisto di cui sopra e il valore a cui sono marcate le sofferenze nei bilanci degli istituti) e quindi una diminuzione del patrimonio.

Nelle ipotesi di cui sopra (prezzo vendita crediti 25,5% per quota Fondo Atlante e 20-21% per altri investitori, stock da diminuire 41,8 miliardi) la carenza di capitale a livello nazionale sarebbe pari a circa 20 miliardi di euro. Tale valore tuttavia non è corretto in quanto il livello minimo di capitale richiesto è espresso in termini di rapporto tra patrimonio netto e attività rischiose ponderate per il rischio; l'impatto sul capitale sarà quindi significativamente inferiore (diminuzione delle attività rischiose). Inoltre, ad oggi, il surplus di capitale delle banche italiane rispetto al livello minimo richiesto è in media superiore di un punto percentuale: questo si traduce in una maggiore capacità di assorbire le perdite derivanti dallo smobilizzo dei crediti. A livello di sistema gli eventuali aumenti di capitale saranno quindi limitati.

## Conclusioni

Il titano Atlante riuscirà a risollevarle le sorti del sistema bancario italiano? No... almeno non da solo. L'analisi ha infatti dimostrato come l'operazione di dismissione dei crediti in sofferenza non possa fare a meno di altri operatori del mercato: se ci concentriamo sulle sole tranche junior, le più rischiose, stiamo parlando di circa 6 miliardi di euro di ulteriori "investimenti".

La cifra, tuttavia, non spaventa. In un contesto finanziario mondiale dove la ricerca di rendimento da parte del mercato trova fatica ad incontrare ritorni positivi sul capitale il "deal" italiano sembra, a nostro avviso, poter rispondere pienamente al gusto (rischio-rendimento) degli Investitori.

Allo stesso tempo l'impatto sulle banche italiane, per quanto di difficile quantificazione, sembra essere non importante e comunque gestibile con limitati e precisi interventi. Interventi che non andranno ad intaccare la stabilità del sistema.

Il Fondo Atlante deve essere considerato come un investitore di mercato in più che non potrà ri-sollevarle l'intero sistema da solo; allo stesso tempo avendo evitato al sistema stesso di cadere a terra, permetterà di far partire con fiducia una nuova fase: *the italian (sofferenze) job*.