

Finanziamento Immobiliare

Finanziamenti strutturati, leasing, mezzanine e NPL

Giacomo Morri – Antonio Mazza

***Capitolo 11
Non Performing Loan***

Contenuti

- Elementi caratteristici degli NPL
 - Caratteristiche oggettive e valutative tipiche
- Tipologie di risoluzione
 - Giudiziale
 - Extragiudiziale
 - REO
- Stima dei flussi di cassa attesi
- Cartolarizzazione
 - Fasi
 - Soggetti
 - Contratti principali

Storia degli *NPLs*

Il business degli *NPLs* si sviluppa verso la fine degli anni '90 grazie alla combinazione favorevole di alcune condizioni tra cui:

- Necessità per le banche di alleggerire i bilanci dalla presenza di crediti in sofferenza per adeguare i coefficienti patrimoniali (Basilea)
- Vantaggi fiscali (trattamento fiscale agevolato per le minusvalenze)
- Interesse dei fondi immobiliari e degli investitori istituzionali
- Legge n.130 sulla cartolarizzazione
- Aspettativa di crescita dei valori immobiliari
- Condizioni finanziarie favorevoli

Nel corso del tempo si è passati da un “*buyer market*” a un “*seller market*” rendendo le operazioni più profittevoli per le banche e meno attraenti per gli investitori

Cosa sono gli *NPLs*?

- Gli *NPLs* attraverso l'azione di recupero del credito generano *cash flow*
- La relazione tra credito, immobile e debitore può essere univoca oppure multipla
- La corretta valorizzazione dell'immobile diventa di fondamentale importanza nell'individuazione della strategia di recupero e quindi ai fini della stima del recupero

Situazione in Italia

- Al 30 settembre 2011 i crediti deteriorati delle principali banche Italiane ammontano a circa 145 mld
- La percentuale di rettifica del valore varia da banca a banca ed è mediamente pari a circa il 43%
- Mediamente la valorizzazione delle sofferenze è pari a circa il 42%

Settembre 2011, (mln di Euro):

<i>Sofferenze</i>	102,953
<i>Incagli</i>	56,969
<i>Ristrutturati</i>	15,123
<i>Scaduti</i>	14,998
Totale	190,043

Fonte: Banca d'Italia e ABI Monthly Outlook, settembre 2011

NPLs

Definizione: crediti problematici, di difficile riscossione e recupero (Banca d'Italia, n.272, 30 luglio 2008)

Classificazione di NPL:

- **Sofferenze:** esposizioni per cassa e “fuori bilancio” nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente o in situazioni sostanzialmente equiparabili), indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dalla banca. Si prescinde, pertanto, dall’esistenza di eventuali garanzie (reali o personali) poste a presidio delle esposizioni.
- **Partite incagliate:** esposizioni per cassa e “fuori bilancio” nei confronti di soggetti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, che sia prevedibile possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo. Si prescinde dall’esistenza di eventuali garanzie (personali o reali) poste a presidio delle esposizioni.
- **Esposizione ristrutturata:** esposizioni per cassa e “fuori bilancio” per le quali una banca, a causa del deterioramento delle condizioni economico-finanziarie del debitore, acconsente a modifiche delle originarie condizioni contrattuali (ad esempio, riscadenziamento dei termini, riduzione del debito o degli interessi) che diano luogo ad una perdita.
- **Esposizioni scadute e/o sconfinanti:** esposizioni per cassa e “fuori bilancio” diverse da quelle classificate a sofferenza, incaglio o fra le esposizioni ristrutturate, che, alla data di riferimento della segnalazione, sono scadute o sconfinanti da oltre 90/180 giorni.

Problematiche vs Opportunità

- Problematiche:
 - Assorbimento del patrimonio di vigilanza.
 - Accantonamenti su crediti → impatto negativo su utili e ratio patrimoniale
→ distolgono capitale da impieghi più redditizi
 - Efficacia dell'azione di gestione e recupero del credito:
 - Sforzo organizzativo e risorse della banca: non sempre efficace
 - Trattamento fiscale:
 - Perdite e accantonamenti deducibili al limite del 0.30% dei crediti
 - Beneficio fiscale diluito nel tempo e limitato nell'ammontare
- Opportunità:
 - Investimento per alcuni soggetti:
 - Investitori istituzionali (fondi di *private equity*, banche di investimento) comprano portafogli di crediti in sofferenza, generando effetti positivi sia pe loro che per la banche.

La valutazione degli *NPLs*

La valutazione degli *NPL* consiste nello stimare il valore di recupero del credito in funzione della strategia di risoluzione adottata, tenuto conto del tipo e del valore delle garanzie rilasciate e del debito complessivo (maturato sia in conto capitale, sia per interessi) scaduto ed esigibile dalla banca.

→ la valutazione degli *NPL* è la risultante di una serie di elementi oggettivi quantificabili, del valore dell'immobile oggetto della garanzia e della strategia di risoluzione scelta per recuperare il credito.

Gli elementi oggettivi sono:

- l'ammontare del credito (*Gross Book Value – GBV*)
- la forma tecnica
- Le forme di garanzia
- l'identificazione della garanzia attraverso due tipologie di verifiche:
 - Documentale
 - Empiriche
- il tipo di procedura e la fase legale

Gli elementi stimati:

- La valutazione commerciale degli immobili
- Le strategie di risoluzione
 - Giudiziale
 - Stragiudiziale
 - REO
 - Concordato (art.160 LF)
 - Ristrutturazione del debito (art. 182 LF)

Tipologie di risoluzione

- **La risoluzione stragiudiziale**

- Finalità: accelerare il processo di recupero del credito → massimizzare il valore attuale dei flussi di cassa.
 - *out of court settlement* = accordo tra il creditore e il debitore mediante il quale il primo, a fronte di un pagamento ritenuto congruo sospende l'azione legale nei confronti del secondo.
- Presupposto: maggior convenienza finanziaria per il creditore se si accontentarsi del pagamento di un importo inferiore ma in tempi più rapidi.
 - = Meglio OGGI una somma CERTA (probabilmente più bassa di quanto recuperabile in sede giudiziale) che DOMANI una somma INCERTA.
- Maggiore convenienza considerando i tempi dei processi e l'esito spesso incerto degli stessi, anche in considerazione delle tante variabili che possono influenzare la vendita all'asta di un bene immobile.

Requisiti

- **Requisiti per applicazione strategia stragiudiziale:**
 - *GBV < valore di mercato dell'immobile*
 - il caso tipico è quello del debitore a poche rate dall'estinzione del mutuo o in cui il valore dell'immobile è notevolmente maggiore rispetto al debito residuo.
 - *Valutazione del CTU e valutazione coattiva allineate in attesa di asta:* forte incentivo del debitore a trovare un accordo stragiudiziale con il creditore, date le elevate probabilità di aggiudicazione dell'immobile
 - *Mutui subprime:* forma di ristrutturazione del debito che prevede la rimessa *in bonis* del debitore a condizione che paghi regolarmente un determinato numero di rate
 - *Cessione del credito:* forma di risoluzione stragiudiziale che permette al creditore di anticipare l'incasso rispetto all'esito giudiziale

Le tipologie di risoluzione

- **La risoluzione REO:**

- Definizione: veicolo di investimento immobiliare (*special purpose vehicle*) collegato al veicolo proprietario dei crediti attraverso opportuni accordi societari che consentono al veicolo immobiliare di girare al titolare dei crediti tutti i proventi rivenienti dalla vendita degli immobili, al netto dei costi sostenuti e delle spese d'esercizio.
- Obiettivo principale: la difesa del credito mediante la partecipazione all'asta e l'eventuale acquisto del bene oggetto di esecuzione.

I casi in cui l'intervento REO può risultare determinante ai fini della difesa del credito sono i seguenti:

- Valore di mercato dell'immobile > prezzo base d'asta:
 - evitare che terzi acquirenti partecipanti all'asta possano acquistare il bene oggetto di esecuzione a valori scontati;
 - comportare rilanci da parte di terzi partecipanti fino a valori che rendano equivalente il valore attuale riveniente dall'acquisto e dalla successiva rivendita del bene da parte della REO e quello corrispondente all'aggiudicazione del bene a terzi
- Valore coattivo e valore di procedura allineati:
 - evitare che l'asta vada deserta per mancanza di partecipanti → EVITA di attendere una nuova asta con un successivo valore base d'asta ribassato fino al 25% del valore precedente

Esempio di REO

Scenario Legale

Valore di mercato	90
Valore coattivo	70
Valore base d'asta	50
Credito	80
Aggiudicazione	50
Recupero	50
Anno aggiudicazione	2010

Scenario REO

Deposito Prezzo 10%	5
Deposito Spese 20%	10
Aggiudicazione	60
Accollo del debito	55
Anni per rivendita	2
Interessi maturati su apertura di credito in CC @ 5% annuo	1,5
Interessi maturati su debito accollato @ 5% annuo	7,7
Spese di Vendita	5%
Ricavo netto di vendita	85,5
Restituzione apertura di credito in CC	-16,5
Pagamento debito accollato inclusi interessi	-62,7
Plusvalenza	6,3
Recupero complessivo	69

Tabella 11.3, pag. 353, Finanziamento Immobiliare,
Morri G., A. Mazza, Egea 2010

	Totale	NPV	2010	2011	2012
NPV @ 8% scenario legale	50,00	50,00	50	0	0
NPV @ 8% scenario REO	69,00	57,02	-15	0	84
Delta NPV	19,00	7,02			

Strumenti innovativi

Concordato Preventivo (art. 160 LF): L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo sulla base di un piano che può prevedere:

- La ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori
- L'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assuntore
- La suddivisione dei creditori in classi
- Trattamenti differenziati tra i creditori appartenenti a classi diverse

Accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis LF): novità importante della riforma fallimentare che prevede la possibilità di risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa attraverso la conclusione di accordi stragiudiziali tra il debitore ed una parte dei suoi creditori (almeno il 60%) al fine della prosecuzione dell'attività

La stima dei flussi di cassa generati da *NPLs*

Processo mediante il quale, sulla base delle informazioni a disposizione e dei parametri di calcolo assunti, circa la probabile evoluzione degli eventi futuri, si determinano i valori presunti di recupero dei crediti e i corrispondenti tempi di realizzo.

Base di partenza: elaborazione di un caso base in cui si assume che il recupero del credito avvenga mediante la risoluzione giudiziale.

- Le incognite di tale caso base sono sostanzialmente due:
 - **tempo**: stima di quando si avrà l'aggiudicazione del bene oggetto di esecuzione o procedura fallimentare e il successivo incasso del ricavato;
 - **valore**: stima del ricavo lordo di vendita e quindi, dedotti i costi di procedura, di quanto effettivamente attribuito al creditore

La stima dei flussi di cassa - esempio

	%	2010	2011	2012	2013	2014	Totale
Scenario Base							
Flusso di cassa giudiziale	100%	0	0	0	0	500	500
Scenario con DPO							
Flusso di cassa giudiziale	60%	0	0	0	0	300	300
NPV @ 5% di 500	5%	411	432				
40% dell'NPV	40%	165	173	0	0	0	337
Incasso 50/50 in due anni	50%	82	86	0	0	0	169
Flusso di cassa con DPO		82	86	0	0	300	469
NPV con DPO							391,76
NPV solo giudiziale							391,76

Tabella 11.4, pag. 358, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Le fasi

Quando viene aggiudicato l'immobile ?

Ai fini di stimare il tempo di risoluzione è possibile dividere il tempo necessario ad arrivare all'incasso del valore presunto di recupero del credito in 5 passaggi principali, ciascuno stimato per Tribunale di competenza:

- NOD–CTU: è il numero di mesi intercorrente tra la notifica del pignoramento (*notice of default*) e l'ottenimento della perizia elaborata dall'esperto nominato dal Tribunale (CTU);
- CTU – Prima asta: numero di mesi intercorrenti tra il deposito della perizia del CTU e la prima asta;
- Tra Aste: è il numero di mesi intercorrenti tra un'asta e quella successiva;
- T1-T2: è il numero di mesi intercorrenti tra la data di aggiudicazione dell'immobile (T1) e la data di pagamento del saldo prezzo (T2) effettuato dall'aggiudicatario al Tribunale o direttamente al creditore in caso di credito fondiario (generalmente è pari a 60-90 giorni dalla data di aggiudicazione);
- T2-T3: è numero di mesi intercorrenti tra T2 e la data in cui il Tribunale procede alla distribuzione del ricavato di vendita dedotti tutti i costi di procedura (T3).

Ricavo di vendita

Con riferimento al credito garantito da ipoteca, il recupero può essere stimato pari al minore dei seguenti componenti:

- ipoteca
- valore coattivo
- ammontare del credito

Valore di recupero = Min (credito, ipoteca, valore coattivo)

Da questo valore andranno detratti i costi di procedura, vale a dire tutti costi sostenuti dal Tribunale per la gestione della procedura addebitabili al creditore procedente.

Per il credito non garantito, come detto in precedenza, è molto difficile elaborare modelli di previsione del valore di recupero. Generalmente si assume una percentuale del credito lordo che può andare fino al 10% del GBV, a secondo della tipologia di credito chirografario

Business plan: Asset model

Anno Semestre	Actual Cash	2010		2011		2012		2018		2019		2020		Totale	
		1	2	1	2	1	2	1	2	1	2	1	2		
REO Acquisti		0	11.127	5.466	25.943	27.797	3.179	558	0	0	0	0	0	0	114.596
Incassi REO		0	0	0	11.000	3.757	15.833	24	28	52	29	0	0	0	97.757 14%
Incassi TOP Loans	3.197	5.510	9.380	2.180	2.430	430	14.804	0	0	0	0	0	0	0	87.944 12%
Incassi DPO		10.243	4.390	9.853	9.853	9.951	9.951	0	0	0	0	0	0	0	99.468 14%
Incassi Aste	50.167	11.386	13.096	32.521	19.501	6.891	18.681	222	2.510	4.651	3.976	0	0	0	274.187 38%
Flussi Estrapolati	15.071	0	9.638	10.057	14.770	14.371	8.100	1.184	148	854	1.255	961	0	0	156.795 22%
Incassi Lordi (Ipotecario)	68.435	27.138	36.504	54.612	57.554	35.401	67.370	1.430	2.687	5.557	5.260	961	0	0	716.151
Incassi da affitti		0	0	500	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	500
- fees di Special Servicing @ 4,75%	0	0	(1.959)	(2.389)	(2.927)	(1.723)	(3.289)	(96)	(155)	(179)	(266)	(50)	0	0	(28.788)
- costi per realizzare REO		(157)	(936)	(541)	(3.092)	(2.107)	(452)	(40)	(0)	(0)	(3)	0	0	0	(13.972)
- Spese di Procedura		(148)	(95)	(71)	(48)	(35)	(29)	(8)	(7)	(5)	(1)	0	0	0	(574)
- Spese Legali		(1.955)	(940)	(2.723)	(790)	(751)	(1.115)	(26)	(23)	(26)	(1)	0	0	0	(14.106)
- Master Servicing Fees @ 0,65%		0	(2.448)	(2.304)	(2.089)	(1.862)	(1.722)	(63)	(57)	(46)	(25)	(4)	0	0	(16.699)
Flusso di Cassa Netto Ipotecario	68.435	24.878	30.127	47.084	48.608	28.923	60.763	1.198	2.444	5.300	4.965	907	0	0	642.510
Flusso di Cassa Netto Chirografario	10.807	3.020	1.259	1.315	4.056	3.363	3.132	449	449	273	273	0	0	0	42.588
Flusso di Cassa Totale	79.242	27.898	31.386	48.399	52.664	32.287	63.895	1.647	2.893	5.573	5.238	907	0	0	685.098

Tabella 11.11, pag. 370, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

La determinazione del prezzo

Analisi del ritorno sull'investimento

<i>Unlevered</i> IRR	13,41%
Multiplo <i>equity</i>	2,75
<i>Levered</i> IRR	29,83%

	Ipotecario	Chirografario	Totale
GBV	2.260.569	543.907	2.804.476
NPV @ 11%	462.911	33.201	496.112

Acquisizione

% Prezzo di acquisto Ipotecario			20,00%
Prezzo di acquisto	% prezzo chirografo	5,0%	479.309
- incassi anteriori all'acquisto			(107.139)
Costi di Acquisizione			13.181
Prezzo da finanziare			385.351
- emissione debito			(308.281)
<i>Equity</i> da investire all'acquisto			77.070

Debito

	Obbligazioni emesse	<i>Equity</i>
% Prezzo di acquisto	80,00%	20,00%
Spread su EURIBOR	1,70%	<i>Fixed</i>
Costi	2,75%	del Prezzo di Acquisto
FC a <i>equity</i>	0,00%	Prima pagamento obbligazioni

Rifinanziamento

Rifinanziamento % del Debito Residuo	45%
Rifinanziamento % dei Flussi di cassa residui	70%

Tabella 11.13, pag. 373, Finanziamento Immobiliare,
Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Gli *NPL* e la cartolarizzazione

Gli *NPLs* sono stati spesso oggetto di operazioni di cessione di credito in **blocco** e successiva cartolarizzazione in quanto sia il venditore (originator) che l'investitore realizzano dei vantaggi.

- **Vantaggi per il venditore:**
 - Riduzione degli asset dal bilancio attraverso la vendita vera e propria dei crediti (cessione pro soluto) e quindi trasferimento del relativo rischio
 - Possibilità di massimizzare il prezzo di cessione
 - Miglioramento degli indici di bilancio
 - Si libera capitale per generare nuovo business e fare nuove acquisizioni
 - Si genera della cassa
- **Vantaggi per gli investitori (*equity owner e bondholder*)**
 - Massimizzare il valore dell'investimento attraverso una gestione del recupero del credito più efficiente ed orientata a valorizzare la componente "Real Estate" degli *NPLs*
 - Massimizzazione del ritorno sull'investimento grazie all'effetto leva
 - Premio di rendimento rispetto ad obbligazioni societarie con medesimo rating
 - Rischio limitato ad uno specifico portafoglio
 - Possibilità di comprare diverse *tranche* relative alla stessa operazione (con rischio/rendimenti diversi)

Quadro Normativo

- Legge sulla cartolarizzazione dei crediti (L. 130/99)
 - La legge si applica alla cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari esistenti e futuri a condizione che:
 - Il cessionario sia una società avente per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più cartolarizzazioni
 - Le somme incassate dai debitori ceduti siano destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli e al pagamento dei costi dell'operazione
 - I crediti cartolarizzabili possono essere esistenti, futuri, buoni, "in sofferenza"
 - SE E' CEDUTA UNA MASSA DI CREDITI, GLI STESSI DEVONO ESSERE INDIVIDUABILI IN BLOCCO
- Testo unico bancario (art. 58)
- Codice procedura esecutiva
- Diritto fallimentare
- Normativa banca d'Italia
- Normativa sul Credito Fondiario
- Normativa contabile e fiscale
- Normativa immobiliare

Soggetti coinvolti

- Banca cedente
- Cessionario : generalmente è un SPV 130 creato ad hoc
- *Sponsor*: generalmente coloro che investono nell'*equity* o titoli junior dell'operazione
- *Bondholders*
- *Rating agencies*:
- Banche finanziatrici
- *Advisor*: (legali, fiscalisti, *investment banks*)
- *Servicer* (Special Servicer e Master Servicer)
- *Portfolio Manager*
- Soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento
- *Arranger*
- Cash manager
- Rappresentante dei *noteholder*

Attività

Attività	Tempo (settimane)																										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	
1 Ricezione invito	■																										
2 Ricezione database		■	■																								
3 Selezione campione di analisi		■	■	■																							
4 Due Diligence				■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
5 Roll-up session									■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
6 Due Diligence review																											
7 Financial analysis & modelling																											
8 Preliminary Pricing session																											
9 Individuazione struttura di acquisizione																											
10 Individuazione struttura di finanziamento																											
11 Presentazione al comitato investimenti																											
12 Final Pricing session																											
13 Formulazione lettera di offerta																											
14 Accettazione offerta																											
15 Negoziazione contratto di cessione																											
16 Negoziazione condizioni di servicing																											
17 Signing dell'operazione																											
18 Passaggio al Servicer e Portfolio Management																											
19 Implementazione struttura																											
20 Finanziamento dell'operazione																											
21 Closing																											

Tabella 11.15, pag. 381, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Trade off tra IRR e profitto

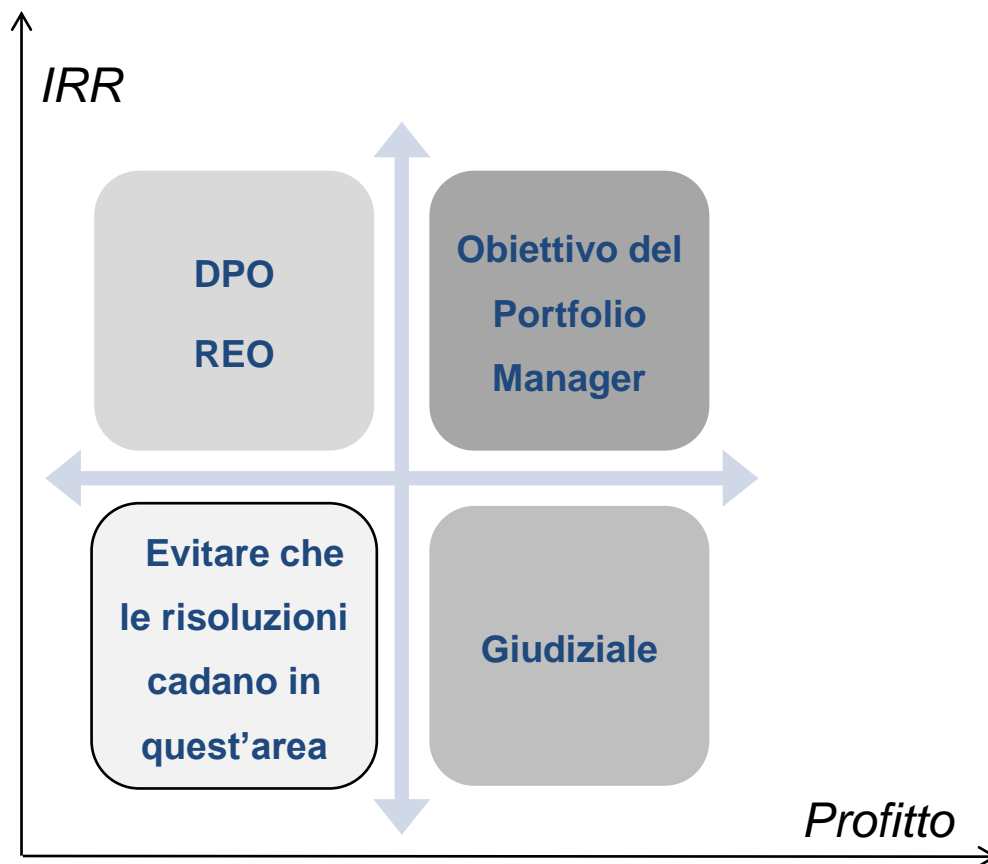


Figura 11.4, pag. 385, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Business Plan di un'operazione di NPLs

- Il business plan di acquisizione
- Il business plan di cartolarizzazione
- Il business plan annuale

Asset model. Quale approccio metodologico

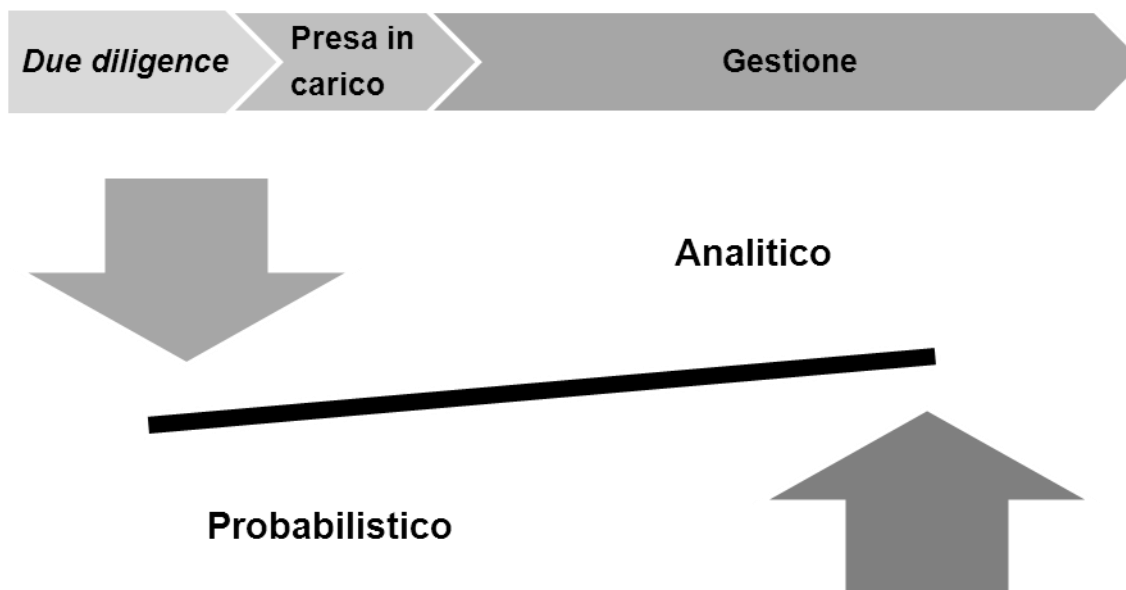


Figura 11.5, pag. 387, Finanziamento Immobiliare, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

I principali contratti

- Relativi alla gestione del veicolo e dei crediti:
 - Contratto di cessione.
 - Contratto di *Special Servicing*
 - Contratto di *Master Servicing*
 - Contratto di *Corporate Servicing*
- Tipici della gestione della cartolarizzazione:
 - *Cash Management and payment agreement.*
 - *Intercreditor agreement:*
 - *Subscription agreement:*
 - *Liquidity facility agreement,*
 - *Swap agreement.*
 - Prospetto Informativo

Il prospetto informativo

Cascata di pagamenti in *pre* e *post-enforcement*

<i>Pre-enforcement</i> Priorità dei pagamenti	<i>Post-enforcement</i> Priorità dei pagamenti
Pagamento delle spese <i>senior</i>	Pagamento delle spese <i>senior</i>
Pagamento delle <i>fees</i> dei soggetti della transazione incluso il <i>Servicer</i> e tasse	Pagamento delle <i>fees</i> dei soggetti della transazione incluso il <i>Servicer</i> e tasse
Pagamento alla banca che mette a disposizione la linea di liquidità	Pagamento alla banca che mette a disposizione la linea di liquidità
Pagamento della controparte SWAP	Pagamento della controparte SWAP
Interessi classi <i>senior</i>	Interessi classi <i>senior</i>
Interessi classi <i>mezzanine</i>	Capitale <i>senior</i>
Interessi classi <i>junior</i>	Interessi classi <i>mezzanine</i>
Capitale <i>senior</i>	Capitale classi <i>mezzanine</i>
Capitale classi <i>mezzanine</i>	Interessi classi <i>junior</i>
Capitale classi <i>junior</i>	Capitale classi <i>junior</i>
Altri strumenti rappresentativi di <i>equity</i> (DPP)	Altri strumenti rappresentativi di <i>equity</i> (DPP)

Tabella 11.17, pag. 391, *Finanziamento Immobiliare*, Morri G., A. Mazza, Egea 2010

Contatti

Giacomo Morri, PhD

SDA Professor Corporate Real Estate & Finance

Accounting, Control, Corporate Finance & Real Estate Department

SDA Bocconi School of Management

via Bocconi, 8

20136 Milan – Italy

giacomo.morri@sdabocconi.it

www.propertyfinance.it

www.sdabocconi.it/mre