

*Ipotesi di sostenibilità economico-finanziaria del
progetto CUNIMI*

Motivi di valore

- Il progetto di potenziale recupero degli immobili incompiuti, pur fermandosi a quelli del settore privato, presenta un'ampia serie di vantaggi per il sistema economico nazionale. Ad esempio:
 - A livello di sistema,
 - può contribuire in modo determinante ad una spinta di rilancio per il settore delle costruzioni,
 - consente l'attivazione di importanti comparti della filiera (impiantistica, ecc.).
 - Per le amministrazioni pubbliche,
 - è allineato rispetto alle politiche rivolte al "risparmio di suolo";
 - migliora il decoro dei luoghi, quindi la qualità della vita in territori potenzialmente disagiati
 - è orientato all'efficienza, nel senso del rispetto degli obiettivi stabiliti in ambito di programmazione di ambito territoriale.
 - Le banche, a loro volta, potrebbero
 - ridurre le perdite attese da NPL;
 - beneficiare di una migliore rotazione dei crediti da smobilizzo di partite commerciali nell'indotto ;
 - cogliere nuove opportunità di business nel credito.

I problemi sul tavolo

- L'operazione che si prospetta, oltreché essere congegnata in funzione di una logica molto attuale nello sviluppo di opportunità di business, ha dunque molti *atout* al suo attivo, ma presenta anche altrettanti ostacoli da un punto di vista tecnico:
 - Non esiste una base dati affidabile a livello nazionale.
 - Il numero totale di immobili nelle condizioni oggetto di intervento potrebbe essere nell'ordine delle 190.000 unità, ma se anche la stima fosse affidabile, resterebbe ancora molto da sapere in termini di destinazione per tipologia d'uso dell'immobile, percentuale di completamento, controvalore, ecc.
 - Per restare ai soli immobili in completamento in condizioni soggettive "distressed" per indebitamento, la Banca d'Italia riporta un valore di € 24.1 mld di crediti non esigibili (sofferenze) garantiti da ipoteca nel settore delle costruzioni per le sole società non finanziarie. Qualsiasi percentuale (non disponibile nella BDS) si riferisca effettivamente ad immobili in costruendo, si tratterebbe comunque di diverse centinaia di milioni di controvalore attuale e – verosimilmente – altrettanti investimenti.
 - Un censimento capillare sarebbe particolarmente lungo e dispendioso;
 - Ad esempio, per i soli immobili oggetto di procedura esecutiva, si dovrebbero reperire tutte le relazioni tecniche, per poi enuclearne i casi che risultino in corso di completamento.
 - Occorrerebbe individuare modalità tecniche – e relativi canali - di copertura dei fabbisogni finanziari che derivino dagli investimenti relativi all'operazione di recupero prospettata.
 - A questo riguardo le difficoltà non sarebbero probabilmente solo quelle del mero finanziamento, ma anche quelle che derivano dalla situazione giuridica (interessi di terzi, ecc.) e dal percorso burocratico/amministrativo (concessioni e iter autorizzativi).

Flussi di reddito attesi

- Posto che si riescano a risolvere i problemi di cui sopra, per impostare un'operazione sensata dal punto di vista della sostenibilità economico-finanziaria, ovvero per poter effettivamente reperire le risorse finanziarie necessarie agli investimenti, bisognerebbe prioritariamente individuare quali siano le fonti di reddito attese dall'operazione. In questo senso si può seguire l'idea che la destinazione del recupero si svolga su tre direttrici principali:
 1. Commercializzazione;
 2. Locazione;
 3. Housing sociale e rolling abitativo.
- La scelta di una delle alternative dipende in maniera significativa da caratteristiche, tipologia ed ubicazione degli immobili. In termini di rendimento, si ipotizza che qualsiasi di esse possa collocarsi intorno al 10% per anno. Le differenze fra le tre direttrici sono piuttosto in termini di *holding period* atteso, con la durata che si attende verosimilmente crescente dalla prima alla terza.
- La valutazione puntuale, che sarà per certo necessaria per passare all'eventuale fase operativa, presuppone tuttavia la redazione di un piano economico-finanziario che tenga conto analiticamente delle casistiche oggetto di effettivo intervento.
- Quanto sopra suggerisce che, per quanto sia conveniente inquadrare l'operazione in un *framework* di intervento comune, si debba soppesare attentamente il vantaggio in termini di diversificazione dato dall'estensione della scala di implementazione, rispetto alla maggiore accuratezza che deriverebbe da un raggruppamento per casistiche.

Modalità tecniche di intervento

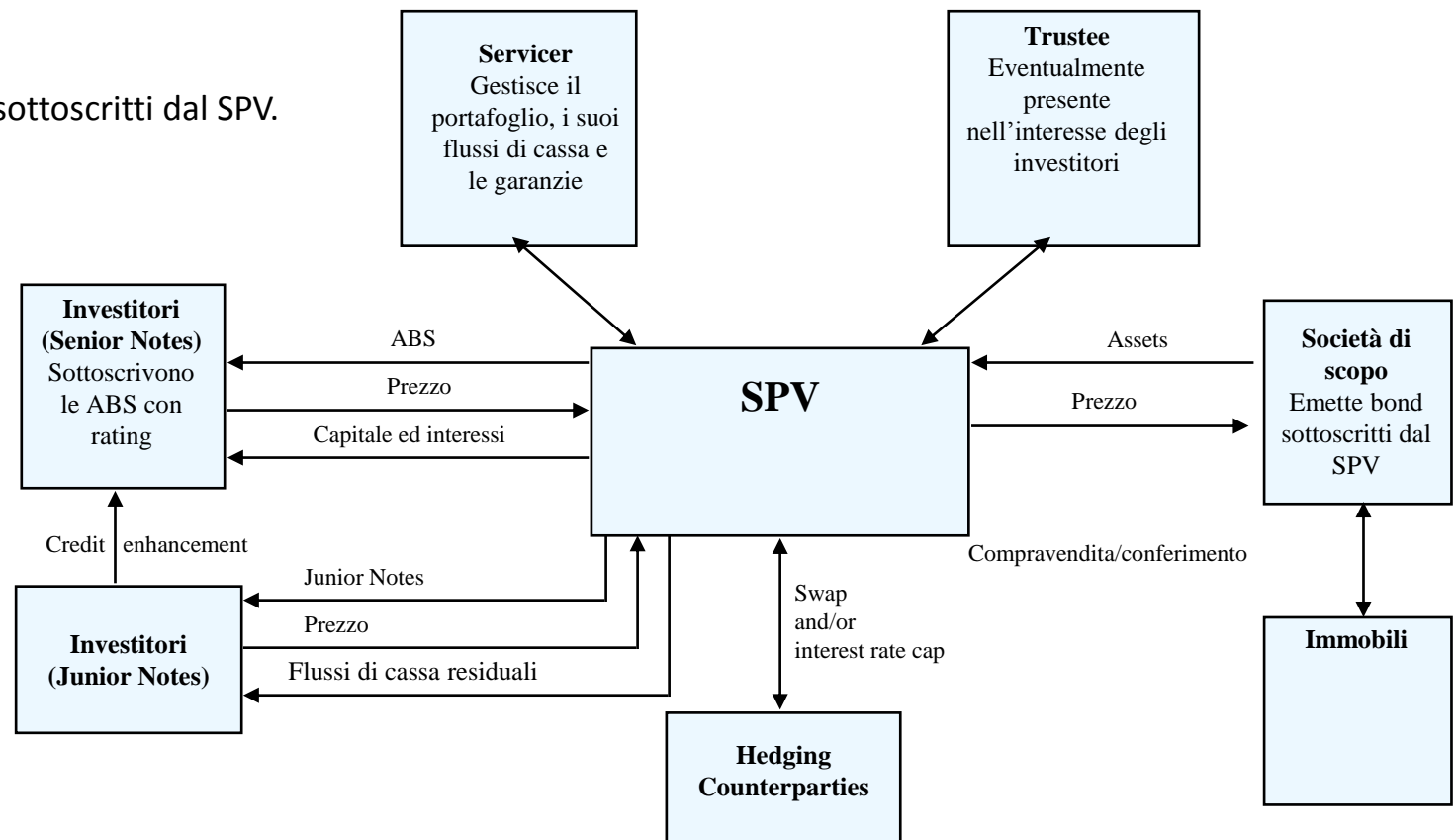
- Si possono prefigurare due modalità principali con cui concepire l'operazione da un punto di vista di reperimento delle risorse finanziarie, a seconda del lato/parte da cui provenga l'impulso per l'avvio del processo.
 1. La prima idea potrebbe essere che si costituiscano, da parte di soggetti completamente terzi rispetto allo stato attuale, società di scopo che rilevino pacchetti di immobili oggetto di intervento, per poi successivamente finanziare anche gli investimenti necessari al completamento.
 2. L'alternativa sarebbe che gli immobili siano conferiti da soggetti interessati (ad esempio le banche) in appositi veicoli, che poi reperiscano le risorse per il finanziamento degli interventi di completamento.
- La differenza principale sta nella dimensione dei fabbisogni finanziari esterni, più cospicua nella prima fattispecie. Infatti:
 - A. Sotto l'ipotesi 1 le società di scopo devono essere finanziate sia per pagare un prezzo di acquisto che per gli investimenti di completamento degli immobili, perciò
 - prima bisognerebbe raccogliere risorse a titolo di *equity*, che potrebbero essere fornite o da soggetti interessati ai ritorni in senso lato dell'operazione (aziende nell'ambito della filiera, costruttori, intermediari finanziari, ecc.), oppure da investitori istituzionali, eventualmente anche di matrice pubblica (CDP, ecc.);
 - poi bisognerebbe completare il quadro con ulteriori risorse a titolo di debito, da reperire se del caso anche con emissioni di mercato e minibond.
 - B. Sotto l'ipotesi 2 il fabbisogno viceversa sarebbe più contenuto, perché gli immobili sarebbero conferiti da soggetti interessati a sfruttare i potenziali benefici dell'operazione, come per le banche potrebbero essere quelli di riduzione delle perdite attese sui portafogli di NPL e del conseguente *capital relief*; quindi in termini finanziari i deflussi si ridurrebbero degli importi relativi ai prezzi di acquisto, che andrebbero così a rappresentare, almeno per buona parte, l'*equity* dell'operazione.

Ipotesi alternative

- In entrambi i casi si potrebbe ricorrere, almeno per la parte a debito, alla strutturazione di un'operazione di cartolarizzazione in cui il sottostante sarebbe costituito da:
 - A. gli strumenti di debito emessi dalle società di scopo (nel primo caso);
 - B. gli immobili stessi, sul modello della vecchia operazione "SCIP" (nel secondo caso);
 - C. strumenti di debito emessi a valle del conferimento degli immobili in appositi veicoli, potendosi ipotizzare anche a un'ibridazione tecnica delle due alternative.

Ipotesi A (e C).

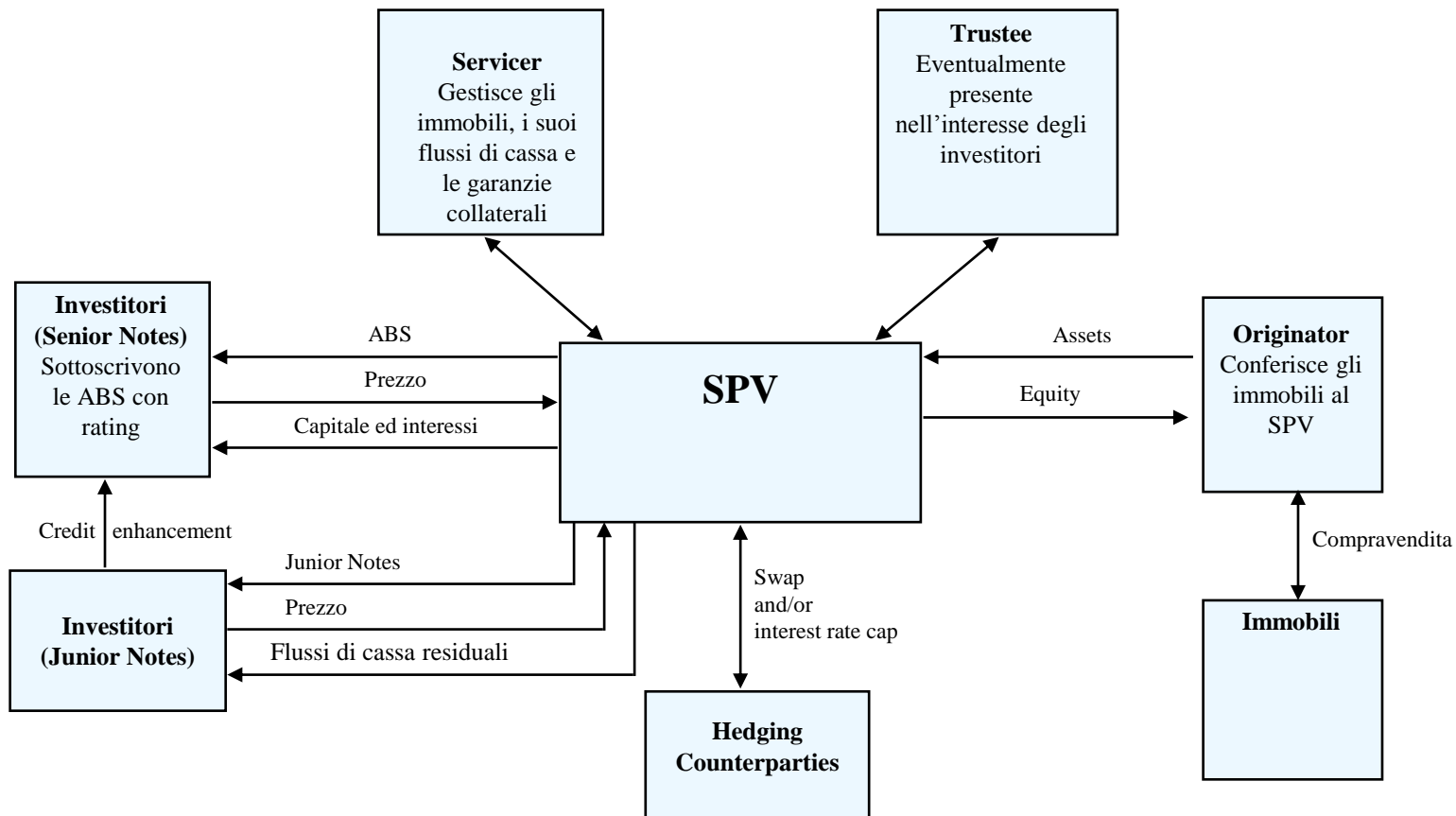
Le società di scopo emettono bond sottoscritti dal SPV.



Ipotesi alternative

Ipotesi B.

Lo (gli) SPV riceve/ricevono i conferimenti di immobili.



Le caratteristiche degli asset ceduti

- La cartolarizzazione degli attivi è un'operazione di finanza strutturata, congegnata in modo tale da trasformare flussi di cassa regolari e classificabili rivenienti da un portafoglio (processo di trasformazione della liquidità e diversificazione degli attivi) in titoli (ABS suddivise in "tranches" di diverso merito di credito) negoziabili sui mercati finanziari, emessi o dall'*originator* degli attivi/crediti o da un apposito veicolo ("special-purpose vehicle" (SPV)). A fronte dell'operazione l'*originator* tramuta dunque in liquidità asset di diversa natura e con scadenza variabile.
- Gli attivi per essere oggetto di cessione devono essere:
 - identificabili singolarmente in termini di cespiti e connessi flussi di cassa;
 - prevedibili in termini di flussi in qualche misura;
 - isolabili legalmente, in modo tale da limitare le situazioni di concorso creditorio;
 - caratterizzati in modo tale da garantire una soddisfacente diversificazione.
- Quando si tratta di un portafoglio di immobili, o di titoli garantiti da immobili, ai fini della strutturazione dell'operazione è necessario analizzare il portafoglio in modo tale da evidenziare:
 - Caratteristiche generali
 - tipologie dell'immobile
 - diversificazione geografica, etc...
 - caratteristiche economiche (redditi, valore di presumibile realizzo)
 - definizione dei criteri di selezione del portafoglio
 - Statistiche di comportamento
 - Analisi dei tempi di investimento e del profilo finanziario in termini di liquidazione del portafoglio.
- Si deve dunque definire la qualità del portafoglio, che – unitamente alle tecniche di *credit enhancement* – determinerà il *tranching* delle ABS e il merito di credito (*rating*) delle singole classi.

Le caratteristiche delle ABS (REBS – MBS – MBBS)

- Le **asset backed securities (ABS)** sono titoli il cui rimborso ha luogo esclusivamente sulla base degli incassi relativi ad un portafoglio di attivi, ceduti a titolo definitivo a una società veicolo (SPV), per costituire un patrimonio separato a beneficio degli investitori; sono il mezzo di raccolta di finanziamenti di un'operazione di cartolarizzazione e perciò presuppongono:
 - smobilizzo di un "portafoglio" di attivi ad una società veicolo (SPV);
 - trasformazione degli attivi ceduti in titoli negoziabili emessi dalla SPV;
 - rimborso dei titoli garantito dai flussi di cassa derivanti dagli attivi ceduti che costituiscono patrimonio separato;
 - applicazione di tecniche finalizzate all'innalzamento del merito creditizio degli attivi ceduti ("*credit enhancement*"), normalmente evidenziato con assegnazione del rating.
- Il **credit enhancement** è definito sulla base di:
 - obiettivi di rating;
 - parametri di rischio che derivano dall'analisi del portafoglio;
 - simulazioni di scenario;
 - meccanismi di distribuzione dei flussi e/o di costituzione delle riserve.
- Esistono diverse tecniche di **credit enhancement**:
 - Interne:
 - *Overcollateralisation*,
 - costituzione di riserve di liquidità,
 - auto-sottoscrizione delle *tranche* junior,
 - *excess spread*.
 - Esterne:
 - Lettere di patronage,
 - assicurazioni (CDS),
 - garanzie di terze parti,
 - costituzione di collaterali liquidi.
 - Miste.

Caratteristiche tecniche della struttura

- **Struttura finanziaria**

- I flussi di cassa sono allocati secondo un ordine di priorità prefissato, mentre il cedente sottoscrive e mantiene a scadenza i titoli con maggior grado di subordinazione (*junior* o *equity*). Nel caso di specie, la principale ipotesi è rappresentata dalla cosiddetta struttura
 - ***pass-through / controlled amortising***, in cui il rimborso del capitale dei titoli riflette il piano di ammortamento degli attivi sottostanti e quindi i cash flow vengono utilizzati per ripagare il capitale e gli interessi agli investitori con la medesima tempistica del portafoglio.

- **Rischio/rendimento**

- Il rendimento atteso dagli investitori, ovvero il costo di finanziamento per l'emittente, dipende dal grado di rischio incorporato dalle ABS, che è determinato da:
 - livello e variazione del rischio di credito (rating);
 - caratteristiche del *collateral* e dinamica del *cash flow* (pre-payment, ritardi nei pagamenti, default dei debitori, ...);
 - andamento dei tassi di interesse;
 - grado di liquidità
 - altre caratteristiche (scadenza legale / scadenza attesa, indicizzazione, trattamento fiscale, etc..)

Fase I

- **L'operazione ipotizzata**

- In qualsiasi delle ipotesi prospettate (v.pag.4), l'operazione:
 - Sarebbe fattibile dal punto di vista economico se presentasse tassi di rendimento degli attivi nell'intorno del 10% su un orizzonte di 10 anni;
 - potrebbe essere convenientemente supportata da un livello di garanzie sussidiarie pubbliche, variabile in funzione della destinazione economica;
 - Sarebbe articolata in due fasi distinte (come esemplificato nel prosieguo):
 - La prima volta al trasferimento degli asset (titoli di finanziamento delle società di scopo, oppure direttamente gli immobili), a favore di un SPV che raccolga risorse finanziarie sul mercato;
 - La seconda finalizzata all'emissione di ABS sul mercato e alla conseguente gestione del portafoglio di attivi ceduti.

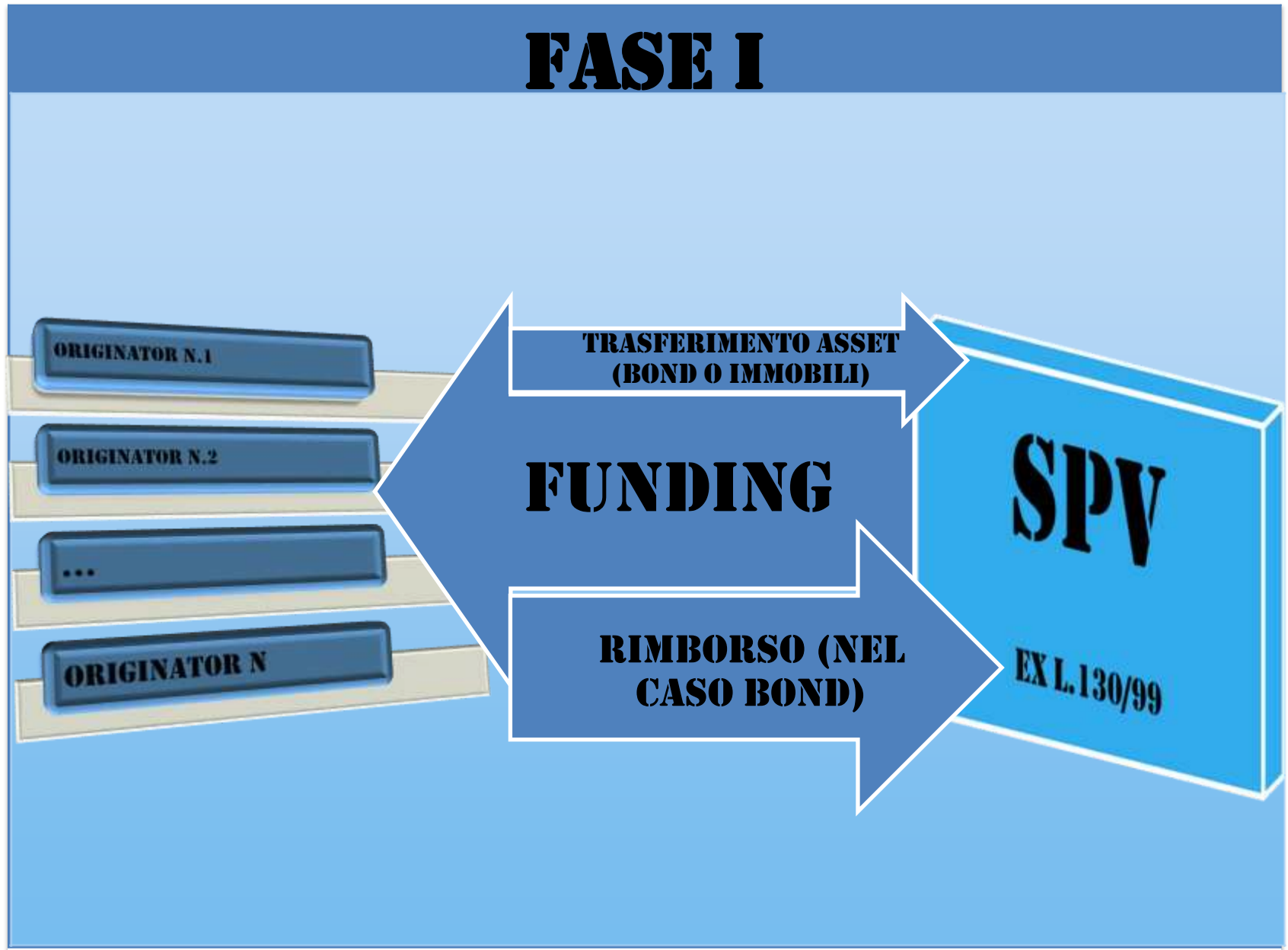
- Gli originators:

1. devono rispettare requisiti predeterminati;
2. sono società veicolo appositamente costituite, oppure sono banche conferenti gli immobili esecutati (o in ipotesi anche conferenti NPL);
3. emettono strumenti di finanziamento, oppure conferiscono asset.

- Lo Spv (special purpose vehicle):

4. Sottoscrive i titoli emessi o riceve gli asset;
5. Finanzia gli originators;
6. Rientra del finanziamento, alternativamente con : a) l'ammortamento per capitale ed interessi dei titoli emessi;
b) lo sfruttamento degli asset conferiti.

FASE I



Fase II

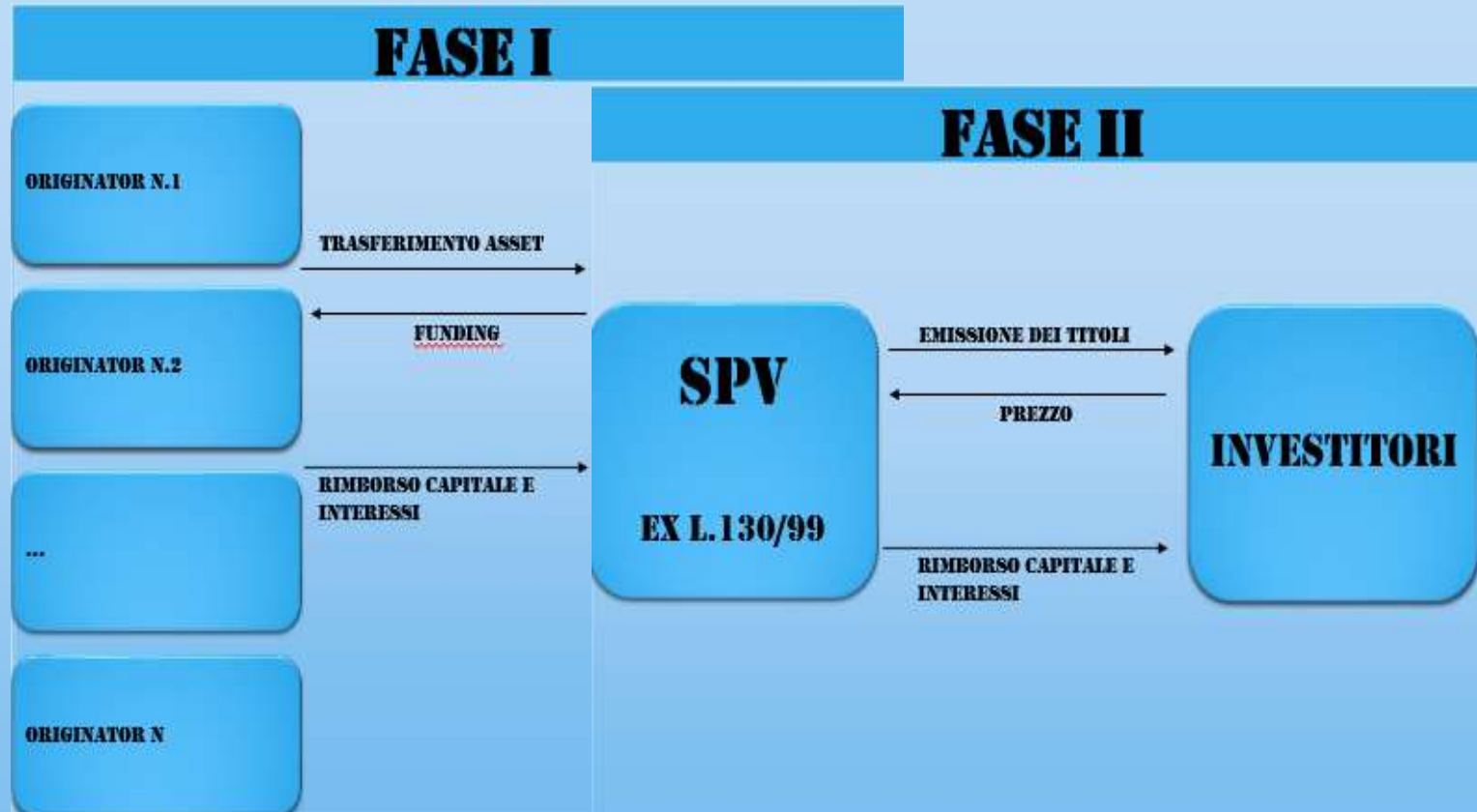
- Lo Special Purpose Vehicle:
 1. emette obbligazioni («titoli» ABS), per finanziare gli attivi acquisiti o conferiti,
 2. che colloca sul mercato;
 3. per poi rimborsare gli investitori con i flussi di cassa provenienti dagli asset.

- Gli investitori:
 1. sono principalmente investitori istituzionali (possono essere coinvolti anche investitori di profilo internazionale);
 2. sottoscrivono i titoli emessi dal SPV.

FASE II



IN SINTESI:



Prof. Jacopo Mattei
Università di Ferrara
Jacopo.mattei@unife.it

Virgilio Finance
Advisory

Virgilio Finance S.r.l.
via Zenale, 19
20123 – Milan, Italy
Tel. +39 02 89 75 40 36