



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI
DETERIORATI: IL CASO ITALIANO DEL
FONDO ATLANTE E DELLA GACS.

Relatore:

Prof. Gianluca Mattarocci

Candidato:

Sabina Petrucci

Matr. 180471

Anno accademico 2016/2017

Indice

Introduzione	4
Capitolo Primo: La cartolarizzazione in Italia.	
1.1 Introduzione.....	7
1.2 Definizione dello strumento.....	7
1.3 I soggetti coinvolti.....	14
1.4 Le tipologie di operazioni.....	16
1.5 Conclusioni.....	16
Capitolo Secondo: La cartolarizzazione dei crediti deteriorati.	
2.1 Introduzione.....	18
2.2 Gli Asset Cartolarizzabili.....	19
2.3 Il Processo di Securitization.....	22
2.4 Le Tecniche di Credit Enhancement.....	25
2.5 Gli Elegibility Criteria.....	29
2.6 Conclusioni	32
Capitolo Terzo: Gli interventi in Italia durante la crisi: il Fondo Atlante e la GACS.	
3.1 Introduzione.....	33
3.2 Il Fondo Atlante.....	33
3.3 La Gacs	39
3.4 Confronto tra gli interventi.....	43
3.5 Conclusioni.....	49

Conclusioni	50
Bibliografia e Sitografia	54

Introduzione

Il presente lavoro studia la problematica italiana della cartolarizzazione dei crediti, ed in particolare di quelli deteriorati che, gravando sui bilanci bancari, hanno provocato una serie di complicazioni al sistema finanziario. Nello specifico analizza i margini di manovra che si propongono di riportare il sistema alla stabilità pre-crisi; dal caso generale della cartolarizzazione, alle specifiche proposte italiane, rappresentate dal Fondo Atlante e dalla Garanzia Pubblica sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS).

Il credito è alla base dell'economia moderna e la sua mancanza ha la capacità di distruggerla in maniera immediata e assoluta (Rossi, 2013). E' fondamentale dunque, che la gestione dei crediti problematici avvenga in maniera rapida, sia in modo da ripristinare la fiducia dei consumatori nei mercati, sia per non trasferire le criticità presenti nei bilanci bancari all'intera politica monetaria dell'area euro. Le sofferenze, comprendono tutte le attività deteriorate possedute dalle banche; finanziamenti, prestiti e mutui, fondamentalmente crediti concessi ad una controparte che, si trova in difficoltà nel restituirli. Queste, non consentono alle banche di stimare le perdite effettive da iscrivere in bilancio e le palesano sottocapitalizzate riguardo alla detenzione di capitale proprio.

Il primo dei tre capitoli che compongono l'elaborato, si propone di analizzare lo strumento della cartolarizzazione nel suo complesso. Iniziando da una panoramica sul contesto italiano analizza la tecnica alla base del processo, affronta la disciplina a cui fa riferimento, cioè

la legge che ha per prima introdotto l'operazione in Italia, la numero 130 del 1999.

Si sofferma poi sui diversi soggetti coinvolti, dall'*originator* che intraprende l'operazione, passando per *servicer* e *arranger*, fino alla società a cui verranno trasferiti i titoli strutturati, il cui rischio verrà classificato da apposite società di rating. L'approfondimento delle tipologie alternative alla securitisation tipica, denominata *true sale*, quali la *Cartolarizzazione Sintetica*, i *covered bonds* e l'*autocartolarizzazione* verranno analizzate nell'ultimo paragrafo.

Il secondo capitolo, è incentrato sulla *securitisation* vera e propria, ovvero quella dei crediti deteriorati. Partendo dalle ragioni che rendono idonei specifici pool di attivi alle cartolarizzazioni, e per questo denominati *asset cartolarizzabili*, espone le quattro fasi in cui si articola la strutturazione dell'operazione.

Nel processo di securitisation, risulta rilevante ma non obbligatorio, l'utilizzo della tecnica di *credit enhancement*, sia interno che esterno, per valorizzare quei titoli il cui collocamento risulterebbe inattuabile; meccanismo indispensabile per questa tipologia di cartolarizzazioni sui crediti deteriorati o non performanti (*NPLs*). In ultimo affronta gli *eligibility criteria* che un gruppo interno alla BCE ha stilato per definire i requisiti di ammissibilità, qualificare l'offerta di attività collaterali ed esaminare in che modo queste possano rendersi a garanzia dell'operazione.

Il lavoro si conclude, focalizzando l'attenzione su due iniziative italiane, sviluppate per ovviare al problema delle sofferenze. Sofferenze che nel 2017 si aggirano intorno a 81 miliardi, il 4,4 per

cento dei prestiti totali su 173 miliardi di crediti deteriorati netti, a fronte dei quali le banche detengono garanzie reali per oltre 90 miliardi.

A differenza delle soluzioni preferite in altri paesi, come l'utilizzo del bail-in troppo caro per il sistema italiano e dopo aver preso atto a metà del 2015 dell'impossibilità di costituire, una vera e propria bad bank con il sostegno pubblico, ha emanato una serie di provvedimenti volti a favorire una più efficace gestione da parte delle singole banche dei crediti deteriorati.

A Gennaio 2015 è stata introdotta dal governo italiano la "GACS", la Garanzia Pubblica sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze. Una forma di garanzia pubblica, non configurante un aiuto di stato, che le banche possono acquistare per assicurare i propri *NPLs*, in modo da rivenderli sul mercato a un prezzo non troppo sfavorevole. Ed il Fondo Atlante, la proposta di Quaestio, una SGR che lo presenta come un moderno salvatore del sistema italiano. Atlante, con l'implicito appoggio del governo, si fa carico delle sofferenze bancarie, attraverso un fondo sottoscritto ad Aprile 2016 da diverse istituzioni finanziarie. Il suo aiuto si esplica nel sostegno alle operazioni di aumento di capitale e nel favorire la gestione dei crediti in sofferenza del settore.

Capitolo 1

La Cartolarizzazione in Italia

1.1 Introduzione

La legge del 30 aprile n.130 del 1999 “*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*”, ha introdotto in Italia la *securitisation*, la più dibattuta tra le operazioni di finanza strutturata.¹

La tecnica, che permette lo smobilizzo di attività, è stata utilizzata nei suoi primi anni principalmente per la cartolarizzazione di crediti non performing e di attivi di enti pubblici. Solo intorno al 2003 si sono aggiunti i contratti di leasing e *i mutui* (RMBS) che ad oggi sono per l’Italia, insieme ai crediti deteriorati (NPL) la classe di asset più rilevante.

La legge summenzionata ha permesso il riconoscimento normativo della cartolarizzazione e ne ha designato la natura, i soggetti coinvolti, le modalità operative, gli obblighi fiscali, di bilancio e quelli di vigilanza.

In questo primo capitolo verrà definita l’operazione di cartolarizzazione sotto il profilo tecnico, evidenziandone per ora esclusivamente i soggetti direttamente coinvolti e le principali tipologie che questa può assumere, seguendo le definizioni riportate nei sette articoli della legge 130/99.

1.2 Definizione dello strumento

¹ Un’operazione di finanza strutturata comporta la messa in pool di attività patrimoniali e la successiva vendita agli investitori di titoli di credito suddivisi in tranche emessi a fronte dei flussi monetari generati dalle attività stesse.

La cartolarizzazione o securitisation, consiste nella vendita di asset ad una società che, per pagarne il prezzo di acquisto, emette dei titoli e cioè li trasforma in "carta", da qui il nome.

Nel dettaglio, il titolare di un insieme di diritti su attività illiquide (*originator*) come crediti commerciali, corporate asset, mutui ed in generale qualsiasi posta dell'attivo in grado di generare cash flow stabili, realizza l'operazione di *securitisation*, cedendoli a titolo oneroso e solitamente pro soluto, ad una società veicolo. La società, detta *Special Purpose Vehicle* (SPV), viene appositamente creata per trasformare queste poste dell'attivo, generalmente incapaci di circolare nei mercati finanziari, in titoli perfettamente negoziabili, che verranno emessi per generare le risorse finanziarie necessarie alla remunerazione dei sottoscrittori di quel pool di attività. I flussi finanziari derivanti dal portafoglio dei crediti ceduti, saranno successivamente destinati unicamente al pagamento dei costi dell'operazione, cioè gli interessi e il capitale dovuto sui titoli emessi dalla SPV.

I titoli, definiti come "*Titoli emessi a fronte dei crediti acquistati*" nel quinto articolo della legge 130/99 ed a cui viene lasciata libera scelta in merito alle attività da cartolarizzare, vengono ordinati in tre classi, in base al diverso grado di priorità nella soddisfazione dei pagamenti, cioè alla *seniority*. La classe senior, la prima ad essere soddisfatta con i flussi di cassa disponibili e successivamente eventuali titoli mezzanine che incasseranno gli interessi solamente dopo il pagamento degli interessi dei titoli *senior* ma prima del rimborso del capitale dei titoli *senior* ed infine la classe junior sulla quale grava il rischio di perdita.

La figura 1.1, mostra l'operazione a partire dai soggetti direttamente interessati e ne elenca le azioni basilari che permettono di porla in essere.

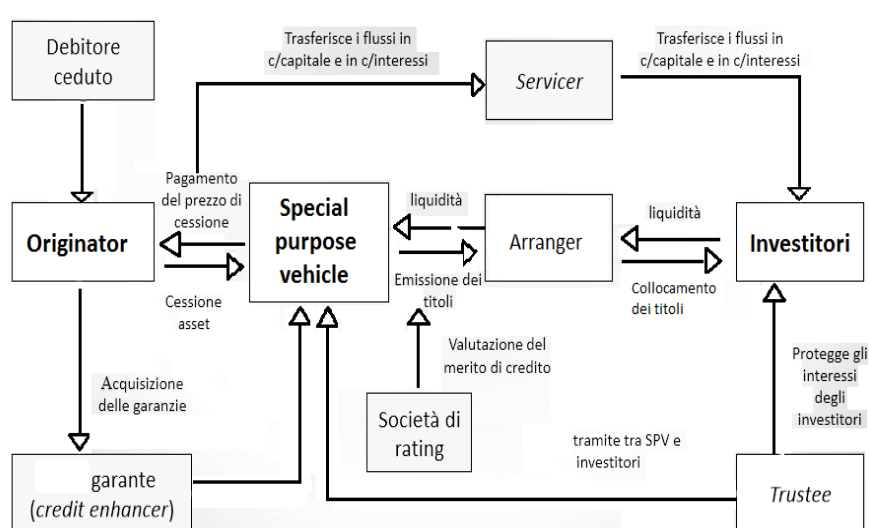


Figura 1.1: L'operazione di Cartolarizzazione (Elaborazione propria dell'autore).

Le operazioni di securitisation possono essere strutturate secondo tre modalità:

1. *“Pass-through”* in cui avviene il trasferimento dell'asset dal bilancio dell'originator ad un veicolo in forma di trust. Non producendosi mediante contratto di cessione, il veicolo non ne diviene titolare, e con l'emissione di pass through certificates, diventano titolari di una porzione separata del portafoglio di assets dell'originator;
2. *“Asset backed bond”* in cui gli attivi rimangono di proprietà dell'emittente, ed è il veicolo ad esserne il titolare. Quindi gli investitori in titoli, in questo

caso obbligazioni, emessi dalla SPV detengono un diritto di credito limitato al portafoglio posto in garanzia di tale credito;

3. “*Pay-through*” in cui la SPV, in forma di società di capitali o di trust, emette propri titoli che costituiscono un’obbligazione dell’emittente garantita dal portafoglio di asset.

Le considerazioni svolte fino ad ora, secondo l’articolo 1 “*Ambito di applicazione e definizioni*” della legge 130 del 1999, sono circoscritte alle operazioni di cartolarizzazione cedute a titolo oneroso, di una pluralità di crediti pecuniari, esistenti e futuri, individuabili in blocco e alle «operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante la sottoscrizione o l’acquisto di obbligazioni e titoli simili o cambiali, esclusi i titoli rappresentativi del capitale sociale, quelli ibridi e convertibili da parte della società emittente. Per le operazioni realizzate mediante sottoscrizione o acquisto di titoli, i richiami ai debitori ceduti si intendono riferiti alla società emittente».

1.2 I Soggetti Coinvolti

Di seguito verranno analizzati i principali soggetti coinvolti² e rimandiamo al prossimo capitolo la trattazione del loro ruolo nel processo di *securitisation*.

² Porzio C., *Securitization e crediti in sofferenza*, Bancaria Editrice, 2015.

L'*originator* è il legittimo titolare delle attività cedute, che può configurarsi in un operatore con natura pubblica, privata, finanziaria, bancaria o corporate e dunque assumendo la forma di impresa, intermediario creditizio o finanziario, ente pubblico o locale e nello Stato. La legge 130 del 1999 non impone specifici requisiti all'*originator*, che converge solitamente alla figura dell'intermediario finanziario e che, a causa dei costi elevati e di conseguenza degli elevati volumi, per ammortizzare può configurarsi come un *multioriginator*, nonché a società di leasing, factoring o istituti previdenziali.

La *Special Purpose Vehicle*, SPV o SPE, nasce appositamente per acquisire gli assets da cartolarizzare ed emettere titoli per finanziare l'operazione. Inoltre separa il patrimonio del cedente da quello del cessionario, rendendo il portafoglio cartolarizzato insensibile alle vicende del cedente, e fondamentale per la fiducia degli investitori, garantisce l'assoggettamento esclusivamente al rischio correlato al portafoglio di crediti selezionato. Sarà dunque formata con l'attivo composto dal solo pool cartolarizzato, rappresentando un'importante garanzia per gli investitori, in quanto questi ultimi sono chiamati a valutare unicamente tale attivo e non il complesso delle attività dell'*originator*.³ La società per la cartolarizzazione, alla quale è interamente dedicato l'articolo 3 della legge 130/99, esiste obbligatoriamente in forma di società di capitali o di trust con esclusività dell'oggetto sociale. Non richiede che sia fissato un vincolo di capitale minimo e viene imposta l'esclusività dell'oggetto sociale, limitandola a svolgere unicamente una o più operazioni di

³ R. Padolesì, *La Cartolarizzazione dei crediti in Italia*, 1999.

cartolarizzazione. Ancora, nelle società cessionarie o nelle società emittenti titoli, se diverse dalle prime, i crediti vantati nei confronti dei debitori ceduti e anche quelli sorti nel contesto dell'operazione, formano un patrimonio separato rispetto a quello dell'originator e nel caso di più operazioni, da quello delle altre, limitandone l'azione di rivalsa. Alla società cessionaria (o emittente) spetta inoltre la redazione del prospetto informativo e l'elenco degli specifici contenuti in caso di cartolarizzazioni offerte ad investitori professionali, per quelli non professionali è rimandata ad operatori terzi la valutazione del merito di credito, secondo quanto previsto nel regolamento pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dalla CONSOB.

Una *società di rating*, che valuta il merito creditizio, l'esigibilità degli asset, delle eventuali garanzie, definendone poi il rating e dunque il rendimento associato all'investitore. Qualora «i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali», analizzano la struttura di pagamento e quella legale, il rischio connesso ai vari partecipanti all'operazione e, infine, assistono l'originator nelle fasi di strutturazione dell'operazione.

Un *arranger*, cioè la società che struttura la securitisation per conto dell'originator, solitamente una banca d'investimento o una SIM. Analizzando gli asset che saranno ceduti, stimando i flussi di cassa che consentano il pagamento periodico degli interessi e il rimborso del capitale e i costi dell'operazione, curando i profili legali e fiscali, fornendo assistenza interfacciandosi con le controparti, soprattutto con le rating agency, preparando del prospetto informativo necessario per l'offerta e la quotazione dei titoli, ed assicura la

conformità dell'operazione alle eventuali disposizioni della legge che regola l'emissione dei titoli.⁴

Il *credit enhancer*, un terzo che presta garanzia, che permette di migliorare il rating dei titoli stessi e quindi di effettuare un rapido collocamento sul mercato. Le controparti garanti effettuano analisi dei rischi connessi alla possibilità di insolvenza dei debitori ceduti per ridurre il livello complessivo e migliorarne il rating e, conseguentemente, aumentare il prezzo ed il grado di liquidabilità associato ai titoli. Molto spesso accade che il credit enhancement venga fornito sia dall'originator (credit enhancement interno) sia da uno o più soggetti terzi (credit enhancement esterno).

Un *servicer*, una banca o un intermediario iscritto nell'Elenco Speciale della Banca d'Italia (ex. 107 TUB) incaricato di riscuotere i flussi di cassa derivanti dagli attivi cartolarizzati e gestisce principalmente servizi di cassa, di pagamento e di riscossione dei crediti. Effettua il pagamento delle cedole per i sottoscrittori delle ABS e investe le eventuali eccedenze nel mercato monetario, infine si occupa del recupero coattivo in caso di mancato pagamento dei debitori sottostanti.

Underwriter è un operatore in titoli che si impegna ad acquistare, interamente o in parte, un'emissione ad un prezzo prefissato; si assume, in cambio di commissioni, il rischio di mercato della collocazione delle nuove emissioni.⁵

⁴ M.Cotugno, *La cartolarizzazione dei crediti e degli immobili*, 2010.

⁵ Spotorno L., *La securitization: strutture contrattuali e modalità operative*, Egea, 2007.

Controparti di *hedging*, se c'è la necessità di coprire il rischio di tasso di interesse, per ottenere il rating desiderato.

Le Autorità di Vigilanza autorizzano la costituzione dello SPV, definiscono le ponderazioni relative al calcolo del requisito patrimoniale e, infine, autorizzano il collocamento dei titoli.

Studi legali e fiscali, consulenti che offrono il loro supporto in materia legale e fiscale, valutando i rischi legali e predisponendo la base contrattuale di tutte le operazioni.

1.4 Le tipologie di operazioni

Le operazioni di cartolarizzazione, pur distinguendosi per tipologie⁶ di attivo ceduto, soggetti coinvolti e contratti accessori, presentano una struttura di base sostanzialmente simile.

La principale struttura alternativa alla true sale analizzata fino ad ora, è la *Cartolarizzazione Sintetica*⁷, in cui gli attivi sono mantenuti nel bilancio dell'originator e viene trasferito solo il rischio di credito. Il trasferimento avviene con derivati su crediti, detti credit default swaps (CDS) e sono strumenti derivati creditizi configurabili in un contratto, con il quale il protection buyer (creditore) si impegna a pagare una somma fissa periodicamente, a favore di un protection seller che, per contro, si assume il rischio di credito su quella attività nel caso di un credit event (evento futuro ed incerto di default).

⁶ D'Auria C., *Le operazioni di cartolarizzazione e di credit derivatives*, 2015.

⁷ Eba, *Report on Synthetic Securitisation*, 2015.

Trasferendo solo il rischio e non le attività, l'originator, che vuole assicurarsi dal rischio di credito, paga un premio alla società veicolo che fornisce la protezione.

O anche, i *covered bond* o obbligazioni garantite, introdotte a seguito delle modifiche a le "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti dalla legge 80 del 2005, che favoriscono la raccolta di liquidità per le banche, allungando le scadenze, e migliorando il profilo rischio-rendimento, ottenendo dunque capitale a costi molto inferiori. Qui, gli attivi (crediti fondiari e ipotecari, nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantite da queste, titoli di cartolarizzazione con oggetto i crediti precedenti) vengono ceduti e confinati nel patrimonio della SPV, esclusivamente da gruppi bancari o banche con specifici requisiti di patrimonializzazione.

La banca, eroga alla SPV un prestito subordinato con il quale acquista i crediti oggetto della cessione. Questi crediti, costituiscono un patrimonio separato sul quale l'SPV stessa presta garanzia a favore dei portatori dei titoli. L'SPV deve avere come oggetto esclusivo l'acquisto di tali crediti, come accade nella normale procedura di cartolarizzazione.⁸ Ma nel caso di *covered bond*, l'acquisto degli attivi ceduti deve avvenire mediante l'assunzione di finanziamenti concessi o garantiti anche dalle banche cedenti. Un'altra garanzia prevista per queste obbligazioni è rappresentata dall'obbligo di rispettare il rapporto massimo tra le obbligazioni

⁸ Panicucci M., *Cosa sono i Covered Bond o Obbligazioni bancarie garantite?*, 2015.

oggetto di garanzia e le attività cedute. La banca emittente deve assicurare al portatore dei titoli che il valore dei covered bond di sua titolarità, non sia superiore a quello delle attività. Dunque, qui sono diversi i fattori di garanzia: il diritto di rivalsa dei sottoscrittori sul patrimonio stesso della banca emittente; le società veicolo si impegnano a versare quanto dovuto in caso di insolvenza dell'emittente e il valore delle obbligazioni non può mai superare quello degli attivi ceduti.

Infine, l'*Auto-Cartolarizzazione*, la sostituzione di attivi con bonds derivanti dalla cartolarizzazione delle stesse attività. Utilizzata per rifinanziarsi dalla BCE, non è destinata a generare liquidità ma a mantenere del collaterale nelle operazioni di rifinanziamento. La differenza con una tradizionale sta nei titoli, teoricamente non destinati agli investitori e non apportanti subito liquidità, ma vengono mantenuti in portafoglio per essere costituiti in pegno ed all'occorrenza utilizzati come collaterale di operazioni di rifinanziamento perché la stessa BCE ha attribuito a tali titoli la *eligibility*.

1.5 Conclusioni

Questa trattazione iniziale, permette di inquadrare l'operazione di *securitization* nel suo complesso e la sua peculiare caratteristica di trasformazione degli attivi in titoli perfettamente negoziabili sul mercato finanziario. L'analisi dei soggetti che consentono di porla in essere, svolta al paragrafo 1.3, dall'originator alla SPV, dall'arranger alle società di rating, segnala la funzione tipica della

cartolarizzazione, quella di liquidity provider. Eppure anche, la capacità, se non adeguatamente strutturata di destabilizzazione dell'intero sistema economico, com'è stato con la crisi finanziaria del 2007.

La normativa nazionale, che comprende la legge n. 130/99 nei suoi sette articoli e le sue successive modifiche, ed i provvedimenti internazionali adottati dal Comitato di Basilea, principalmente in tema di adeguatezza patrimoniale, stanno costituendo una base normativa solida in grado di infondere fiducia negli investitori e riordinare il mercato delle cartolarizzazioni.

La cartolarizzazione, a seconda del soggetto originator e dei titoli emessi, delle attività sottostanti o delle finalità che si prefigge di raggiungere, è configurabile principalmente in una delle tipologie esaminate in quest'ultimo paragrafo (1,4). Consente tipicamente a chiunque siano i partecipanti di accedere più efficiente ai mercati dei capitali, nonché di gestirne il rischio e permettere la raccolta di capitale riducendone il costo di finanziamento.

Capitolo 2

La Cartolarizzazione dei crediti deteriorati

2.1 Introduzione

I crediti deteriorati, internazionalmente riconosciuti con il termine *non performing loans* (NPL), sono quei finanziamenti, rivelatisi irrecuperabili o deteriorati, perché erogati dalle banche a soggetti che in seguito si sono rivelati insolventi.

A fine settembre 2016, gli NPL, sono scesi a 198,922 miliardi (-1,7% su base annua), rispetto ai 200,106 miliardi di agosto. Anche le sofferenze nette, che risultano pari a 85,131 miliardi rispetto ai 85,446 miliardi del mese precedente, ma in aumento rispetto agli 83,708 di giugno dello stesso anno. Il peggioramento delle qualità di portafoglio dovuto all'intensificarsi dei fenomeni di insolvenza, obbliga non solo le banche italiane, ma le banche europee in generale, a ridurre le sofferenze, che nell'intera area ammontano a 900 miliardi di euro.⁹

Fino ad ora il termine ABS¹⁰ è stato utilizzato genericamente per indicare qualunque titolo emesso a fronte della cessione degli asset

⁹ Rapporto mensile dell'Associazione bancaria italiana

¹⁰ Le Asset backed Securities, secondo Borsa Italiana, sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, del tutto simili alle normali obbligazioni; come queste, infatti, pagano al detentore una serie di cedole a

dal veicolo il cui rimborso, per capitale ed interessi, è assicurato dalla serie dei pagamenti derivanti dai prestiti che compongono il portafoglio cartolarizzato. Nel presente capitolo, presentati i principali asset cartolarizzabili, tra cui i crediti deteriorati, ed i criteri di selezione che li rendono assoggettabili alla securitization, si analizzerà la cartolarizzazione nelle sue fasi principali. Nonché il procedimento che porta a migliorarne l'appetibilità, il credit enhancement, ed infine le caratteristiche fondamentali, gli eligibility criteria, del collateral dell'operazione.

2.2 Gli Asset Cartolarizzabili

L'acronimo ABS, asset backed securities, sottintende tutte le principali tipologie di attività, indipendentemente dal tipo di sottostante, potenzialmente oggetto di securitisation¹¹. Noto che tutte le attività presenti in bilancio potrebbero essere suscettibili di operazioni di cartolarizzazione, non tutte presentano quegli aspetti che ne permettono il collocamento a valori economicamente convenienti.

L'operazione diventa interessante se l'asset: risulta individuabile singolarmente, isolabile giuridicamente dal patrimonio del cedente ed abbia la capacità di generare flussi di cassa di grandezza prevedibile o perlomeno stimabile¹². Nel caso si tratti di un pacchetto

scadenze prefissate per un ammontare determinato sulla base di tassi di interesse fissi o variabili.

¹¹ Damilano, 2001.

¹² Disponibilità di una serie storica sufficientemente stabile di dati sulla quale effettuare una previsione futura.

di asset invece, è necessaria l'omogeneità e la standardizzazione sotto il profilo contrattuale, nonché la capacità di diversificazione del rischio.

Gli ABS suddivisi in mortgage, non mortgage e sovereign riguardano rispettivamente: i mutui ipotecari (MBS), cioè cartolarizzazioni di crediti legati ai mutui, in sostanza il mutuo erogato dalla banca viene venduto ad un'istituzione finanziaria che lo impacchetta con altri mutui e lo cartolarizza, per poterlo rivendere a sua volta come titolo. Gli MBS sono ripartiti a loro volta in Residential Mortgage Backed Security (RMBS) aventi come sottostante mutui su proprietà residenziali e in Commercial Mortgage Backed Security (CMBS), che hanno come sottostante mutui su proprietà commerciali. I secondi riguardano gli altri tipi crediti come i crediti al consumo (Consumer), commerciali (Trade Receivables) e derivanti da opere infrastrutturali (Infrastructure) ed infine, la terza categoria riguarda i crediti vantati da enti sovrani, quali Stati o regioni.

Nel dettaglio, le poste dell'attivo che abitualmente vengono cartolarizzate e tramutate in titoli negoziabili sono elencate nella seguente tabella:

Tabella 2.1 GLI ASSET CARTOLARIZZABILI.

ASSET
1. Mutui residenziali e commerciali
2. le Carte di credito
3. i Canoni di locazione
4. i Prestiti per l'acquisto di autovetture

5. i Contratti di finanziamento alle imprese
6. i Crediti commerciali
7. gli Incassi futuri
8. le Scorte di magazzino
9. le Tariffe, i pedaggi, i risarcimenti e gli stanziamenti pubblici
10. i Crediti di imposta
11. i Diritti di proprietà intellettuale
12. Le Royalties
13. I Crediti in sofferenza

Tabella 2.1 Gli asset suscettibili di cartolarizzazione, (elaborazione propria dell'autore).

Per quest'ultima categoria, la Banca d'Italia dal 2015 classifica i *crediti deteriorati* suddividendoli in: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate. Nel settembre 2016 in Italia, il tasso di crescita sui dodici mesi delle sofferenze bancarie tenendo conto delle cartolarizzazioni e degli altri crediti ceduti e cancellati dai bilanci bancari, è stato del 12,1 per cento.

Per *sofferenze*, si intendono quelle esposizioni per cassa e fuori bilancio (garanzie rilasciate, impegni irrevocabili e revocabili a erogare fondi) nei confronti di un soggetto in stato di insolvenza o in situazioni equiparabili, a prescindere dalle eventuali previsioni di perdita formulate alla stipula del finanziamento dalla banca, dunque i crediti la cui riscossione è divenuta incerta. Anche se, per ovviare

a questo genere di rischi, l'intermediario accantona apposite riserve, in proporzione al credito ed alle sue condizioni.

Sono invece considerate *inadempienze probabili (unlikely to pay)*, le esposizioni creditizie per le quali l'intermediario giudichi improbabile, senza ricorrere ad azioni come l'escussione delle garanzie, l'adempimento integrale da parte del debitore (in linea capitale e/o interessi) alle sue obbligazioni creditizie.

Le *esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate* sono infine, esposizioni scadute e/o sconfinanti da oltre 90 giorni e che superano una data soglia di materialità.

E' stata inoltre introdotta, la nuova categoria di *crediti forborne* (in bonis o deteriorati) oggetto di concessioni (*forbearance*) da parte della banca. Le misure di *forbearance* costituiscono delle modifiche alle originarie condizioni contrattuali della linea di credito che la banca concede all'impresa cliente. A seguito delle nuove disposizioni le nozioni di crediti incagliati e di crediti ristrutturati sono state abrogate.¹³

2.3 Il Processo di Securitization

La strutturazione dell'operazione può avvenire seguendo due modelli distinti, a seconda venga costruita intorno ad un veicolo societario (*modello anglossassone*) o ad un fondo comune di investimento (*modello francese*).

¹³ Banca d'Italia, *Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 «Matrice dei conti», 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015,*

La strutturazione basilare dell'operazione è suddivisibile cronologicamente in¹⁴ :

1. Individuazione degli Attivi da Cartolarizzare.

Dopo aver selezionato asset e soggetti, un'eventuale arranger, sentiti il cedente, le agenzie di rating e più studi legali, fornisce consulenza fiscale, contabile, regolamentare e legale sull'operazione, ed effettua un controllo di due diligence sui crediti¹⁵. Fase critica del processo, è la selezione delle attività capaci di generare flussi di cassa idonei a consentire il pagamento periodico degli interessi e il rimborso dei titoli emessi dipende il merito di credito attribuito alle ABS.

2. Costituzione SPV e Credit Enhancement.

L'originator cede il pacchetto di prestiti ad uno special purpose vehicle¹⁶, che per acquistarli emetterà titoli da collocare sul mercato finanziario, ABS. Lo SPV nel caso dei crediti non performing, diviene un veicolo neutrale "Orphan Company" montato al fine di isolare i flussi provenienti dal portafoglio. Per agevolarne l'appetibilità, mitigarne il rischio di credito e di liquidità, nonché migliorandone la probabilità di vendita a prezzi elevati presso gli investitori, i titoli vengono sottoposti al processo di credit enhancement.

¹⁴ Porzio C., *Securitization e Crediti in Sofferenza*,

¹⁵ Accertamento dei diritti sul credito, in particolare della possibilità di trasferimento o eventuali obblighi.

¹⁶ Nel modello Francese, nella fase di acquisto dei crediti ed emissione abs, invece che un solo SPV, entrano in gioco tre attori: un fondo comune con un patrimonio autonomo senza personalità giuridica, una società di gestione e una depositaria.

3. Rating e Collocamento.

Il classamento avviene dopo la valutazione dell'emissione operata da una società di rating. L'emittente può proporre alla società di rating diverse strutturazioni dell'operazione, variandone il numero dei soggetti coinvolti o scegliendoli in base al merito creditizio e alle procedure contrattuali stabilite. L'analisi della struttura dell'operazione e della qualità degli abs ceduti, genera il rating, a cui viene associato un determinato livello di credit enhancement, si procede poi al pricing ed infine al classamento tramite un consorzio di collocamento presso gli investitori. L'originator, grazie al credit enhancement, ottiene un incremento del rating assegnato alle ABS collocate sul mercato sino al livello di rating dell'entità garante (proprio per questo motivo di norma il credit enhancer è dotato di rating AAA). Il rating considera il rischio di credito inerente alle attività cedute, comprensivo delle capacità di adempimento dei debitori ceduti e delle condizioni del prestito, stimandone in particolare, timing e i flussi generabili.

4. Servicing, Monitoraggio e Remunerazione dei titoli.

I debitori ceduti corrispondono i versamenti al servicer, che si occuperà inoltre dell'ordinaria amministrazione del portafoglio crediti. Questo a sua volta trasmetterà i pagamenti al veicolo che in ultimo andranno a remunerare i sottoscrittori. I versamenti a remunerazione dei titoli dipenderanno dal rating, dalla tipologia del sottostante, dalla

giurisdizione di appartenenza del cedente e del collateral, dalla scadenza, dal profilo di ammortamento, dalla liquidità dei titoli emessi e dalla struttura tecnico-legale dell'operazione.

2.4 Le tecniche di Credit Enhancement

L'espressione *credit enhancement*, interno o esterno che sia, indica la tecnica di valorizzazione del credito ceduto. Questa, ha lo scopo di facilitarne il collocamento sul mercato permettendone una classificazione che ne riduca il rischio di credito e di liquidità, puntando al miglioramento “dell'appetibilità” dei titoli. Nonostante non sia obbligatorio per legge, il meccanismo risulta indispensabile nel caso degli NPL, il cui collocamento risulterebbe inattuabile.

La scelta di quali e quanto ampie siano le tecniche di supporto da adottare, dipende dall'obiettivo che l'originator intende perseguire,

Overcollateralization	Cash Collateralization
<p>L'originator potenzia il pool di attività da cedere emettendo titoli, per un valore nominale complessivo inferiore a quello dei crediti, o vendendo allo SPV un portafoglio crediti con valore superiore al valore nominale dei titoli emessi in modo tale da ridurre significativamente la probabilità che i flussi prodotti dal portafoglio di attività siano insufficienti a remunerare i sottoscrittori di ABS.¹⁷</p>	<p>Erogazione, da parte dell'originator, di un finanziamento subordinato a favore dello SPV, il quale lo investirà in attività finanziarie caratterizzate da pagamenti con scadenze che ricalcano quelle dei flussi di competenza degli investitori in ABS. I cash flow garantiranno i pagamenti anche in caso di default degli asset sottostanti.</p>
Credit Tranching	Excess Spread
<p>Suddivisione dei titoli emessi in diverse tranches di classi subordinate tra loro, in modo che la classe privilegiata riceva i pagamenti per prima e poi a seguire le altre in base all'ordine di subordinazione. Caratterizzate da un diverso livello di seniority ossia da un diverso grado di priorità di pagamento. In tal modo si realizzano più tranche ognuna caratterizzata da un diverso</p>	<p>La differenza positiva tra il rendimento degli attivi oggetto di cartolarizzazione e il rendimento riconosciuto ai sottoscrittori di titoli ABS al netto dei costi operativi, cioè il valore aggiunto effettivamente generato dall'operazione e può essere utilizzato per vari scopi tra i quali alimentare il conto di riserva (spread account).¹⁹ Qualora le ABS siano state</p>

<p>profilo di rischio-rendimento. individuata da due limiti espressi in percentuale del capitale che costituisce il portafoglio di asset¹⁸.</p>	<p>completamente rimborsate ovvero qualora il fondo raggiunga il limite superiore prefissato, la riserva in eccesso viene retrocessa all'originator a titolo di provento addizionale.</p>
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

oltre che dalle attività presenti nel portafoglio cartolarizzato e dall'investitore target di ABS.

Il credit enhancement *interno*, viene valutato dall'originator nel momento di strutturazione dell'operazione. Le garanzie interne, si prefiggono di ridurre il profilo di rischio di credito e ottenere una serie di vantaggi, come la riduzione delle commissioni e degli oneri finanziari dovuti a terzi, la semplicità di strutturazione e il sostenimento di un recupero puntuale ed efficiente dei crediti ceduti. È possibile distinguerne all'interno della categoria diverse tipologie:

Il Credit enhancement *esterno*, viene realizzato da terzi, esterni all'operazione, come banche o compagnie di assicurazione. Realizzabile sia attraverso la linea di finanziamento messa a disposizione da una banca allo SPV, sia attraverso un'assicurazione,

¹⁷Giannotti, 2004

¹⁹ Diverso è il caso dei *Reserve accounts*, in cui tale fondo viene finanziato con il prezzo di acquisto. Altro non è che una riserva di liquidità derivante dal collocamento dei titoli. Anziché essere totalmente retrocessa all'originator viene in parte trattenuta all'interno del veicolo a costituzione del fondo a garanzia degli investitori.

¹⁸ Attachment Point (limite inferiore): indica la soglia a partire dalla quale le perdite del collateral si traducono in perdite per la tranche stessa; Detachment Point (limite superiore): indica la soglia a partire dalla quale le perdite del collateral non interessano più la tranche considerata. Drago, 2007.

che dietro al pagamento di un premio assicura la copertura del rischio creditizio per insolvenze superiori al normale²⁰.

Lettere di credito	Credit default swap
Sono gli obblighi assunti da una banca ad assicurare una copertura in relazione all'intero ammontare degli attivi cartolarizzati oppure in relazione agli attivi che sono presenti nel portafoglio.	Derivato del credito che permette il trasferimento del rischio di credito. Prevede come compratore di protezione lo SPV, e come venditore una compagnia di assicurazione o un altro intermediario finanziario.
Monoline Insurance	Multiline Insurance
Compagnie di assicurazione specializzate, che dietro versamento di un premio, si occupano di garantire parzialmente o totalmente il rimborso dei titoli emessi, accollandosi il rischio d'insolvenza degli asset sottostanti. La garanzia può coprire solamente il rischio di credito dell'operazione oppure anche gli altri rischi tipici.	Le normali compagnie di assicurazione che si impegnano a coprire un ammontare determinato di perdite, espresso in percentuale dell'intero pool dismesso (stop loss insurance) o al contrario garantire le perdite che eccedono un determinato valore.
Prepayment Risk Mitigation	Liquidity Enhancement
Il rischio di rimborso anticipato, che insorge qualora il debitore originario decida di rimborsare il	Affrontano temporanei deficit di disponibilità liquide garantendo la disponibilità dei

²⁰ Monti et al., 1991.

<p>debito prima della scadenza, può essere mitigato destinando in modo differenziato, il capitale rimborsato in anticipo a diverse tranches. Altrimenti, con prepayment penalties sui crediti sottostanti, che scorraggino gli eventuali rimborsi anticipati.</p>	<p>pagamenti dovuti agli investitori coprendo il rischio che i debitori paghino in ritardo o che le scadenze previste per i pagamenti non combacino con le scadenze dei pagamenti dovuti agli investitori in ABS nonché che si verifichino ritardi dovuti ad inefficienza del servicer.</p>
<p>Anticipi del Servicer</p>	<p>Linee di Liquidità</p>
<p>Fornisce periodicamente anticipi garantendo il puntuale pagamento di interessi e capitale agli investitori in ABS. I pagamenti ricevuti dai debitori vengono trattenuti dal servicer stesso a titolo di rimborso per gli anticipi garantiti.</p>	<p>Il liquidity provider (in genere un istituto creditizio) assicura la disponibilità di liquidità tramite un'apertura di credito alla quale attingere in caso si manifestino temporanei gap di liquidità.</p>

2.5 Gli Eligibility Criteria

La crescente domanda di garanzie, ha portato ad una maggiore attenzione del settore sull'effettiva disponibilità e fruibilità di attività

collaterali di alta qualità. Di conseguenza, il gruppo COGESI²¹ della BCE, ha stilato i requisiti di ammissibilità, per qualificare l'offerta complessiva di beni collaterali di alta qualità ed esaminare quale parte di questa fornitura sia utilizzabile. Nei quadri normativi delle istituzioni finanziarie, non ci sono liste precise di attività idonee ad essere accettate, ma solo la tendenza a descriverne le caratteristiche generali. Per esempio, i principi CPSS-IOSCO per le infrastrutture dei mercati finanziari (PFMIs) definiscono ammissibili collaterale come attività a "basso di credito, di liquidità e di rischi di mercato", o le riforme regolamentari in materia di compensazione obbligatoria dei derivati OTC (ad esempio EMIR nella UE) e i requisiti prudenziali riforme bancarie connesse (ad esempio Basilea III LCR) o ancora le riforme normative in materia di compensazione obbligatoria dei derivati OTC. Fondamentale, è che le procedure di mobilitazione e liquidazione lavorino e combacino in modo opportuno.

Gli ABS rientrano tra le attività negoziabili se soddisfano i seguenti eligibility criteria:²²

1. prevedono una remunerazione qualificabile come zero coupon, a tasso fisso o a tasso variabile legata ad un tasso di interesse di riferimento;

²¹ A affronta gli sviluppi nel campo della gestione collaterale e della gestione della liquidità, gli sviluppi infrastrutturali, le questioni relative alla regolamentazione, alle norme e al quadro giuridico e alle attività post-trading in generale.

²² Eba, *Report on qualifying securitisation*, 2015.

2. i pagamenti in linea interessi non siano subordinati ad altri titoli emessi nell'ambito della medesima operazione di cartolarizzazione;
3. sono registrati in uno degli Stati dell'EEA (European Economic Area) presso una Banca Centrale o un Sistema di Deposito Accentrato di Titoli (in Italia Monte Titoli S.p.A.);
4. sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato;
5. sono emessi da un soggetto che abbia la propria sede in uno Stato dell'EEA;
6. sono denominati in Euro.

Nel mese di giugno 2012, il rating minimo degli ABS è stato abbassato a “BBB”, al fine di facilitare l'accesso al funding alle banche in difficoltà. Inoltre, la BCE ha ampliato l'accettazione di garanzie ai titoli garantiti da leasing auto, ai crediti al consumo e a mutui commerciali con rating minimo “BBB”.

La BCE non fornisce alcun parere preventivo sulla corrispondenza degli ABS ai criteri, bensì solo nel momento in cui essi le vengono offerti come garanzia. Nel valutarne la qualità creditizia, l'Eurosistema, considera il rating o la probabilità di default associatogli dagli istituti di valutazione del credito esterni (ECAI), dai sistemi di valutazione del credito delle banche centrali nazionali (ICAS), dai rating interni delle controparti sistemi (IRB) e dai rating forniti da terzi (RTS).

2.6 Conclusioni

Nella realtà esistono una moltitudine di strumenti finanziari emessi dallo SPV a fronte di una vasta gamma di asset che costituiscono il collateral dell'operazione. L'aggregazione di attività omogenee in termini di durata, rimborso e costo è particolarmente delicata: quindi è ampiamente possibile che siano cartolarizzati dei crediti in sofferenza, allo scopo di eliminare dal bilancio le posizioni problematiche e che peggiorano il coefficiente di solvibilità e l'immagine della banca. In queste operazioni è comunque cruciale il ruolo delle garanzie, oltre all'abilità del servicer nel recuperare i debiti morosi. Generalmente è lo stesso cedente ad acquistare le tranche junior delle emissioni mentre quelle senior, con rating più elevato, vengono collocate presso gli investitori. La securitization dei crediti non performing, prevedono infatti solitamente la sola cessione della titolarità dei rapporti con basso standing creditizio e il relativo rischio viene trattenuto sottoforma di garanzie.

Concludendo, si deve osservare che gli interventi di credit enhancement volti alla riduzione del rischio non sono una componente irrinunciabile delle operazioni di cartolarizzazione, ma ne consacrano il successo assieme al rating, offrendo un investimento attraente anche a fronte di riduzioni di rendimento.

Capitolo 3

Gli interventi in Italia durante la crisi: il Fondo Atlante e la GACS

3.1 Introduzione

Quest'ultimo capitolo individua due tra le proposte risolutive emerse per fronteggiare il problema delle sofferenze bancarie: il Fondo Atlante e la Garanzia dello Stato sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze. Dopo aver esaminato gli aspetti strutturali, operativi e di governante, a cui fanno riferimento i due strumenti, analizza le loro distinte funzioni, e la misura in cui queste, come due facce della stessa medaglia, creino o almeno si prefiggano di creare, un vero e proprio mercato delle sofferenze.

3.2 Il Fondo Atlante

Gestito dalla società privata Quaestio Capital Management SGR S.p.A.²³, il *Fondo Atlante*, è il Fondo di Investimento Alternativo Chiuso e Riservato ad investitori professionali, nato ad Aprile 2016 per sostenere le ricapitalizzazioni delle banche disagiate e lo smaltimento dei non performing loans.

²³ Società di gestione indipendente, con clientela prettamente istituzionale ed attivi in gestione per circa 10 miliardi di euro.

Configuratosi come strumento formalmente privato, è stato finanziato, nella prima versione, da 67 diverse istituzioni, tra cui fondazioni, assicurazioni (tra cui spiccano Generali, Cattolica e Reale Mutua) e banche che spaziano da apporti di un solo milione di euro come Banca Galileo agli 845 milioni di Unicredit ed Intesa Sanpaolo.

Cassa Depositi e Prestiti che si inserisce come investitore partecipato dallo Stato; permettendogli sotto il principio di investitore privato di mercato, di intervenire nel capitale con 500 milioni, senza configurare l'ipotesi di aiuto pubblico²⁴.

E ancora, Poste Vita con 260 milioni, UBI Banca con 200, Compagnia SanPaolo, Fondazione Cariplo, Banca Popolare di Milan, BPER e UnipolSai tutte per 100 milioni, Credito Valtellinese per 60 milioni ed infine Fondazione CR Torino, Banca Mediolanum, MPS, Banca Popolare di Sondrio, Banco Popolare e Allianz²⁵ per 50 milioni.

Le risorse raccolte inizialmente dal fondo, si aggiravano intorno ai 4 miliardi che associati all'utilizzo di una leva finanziaria con limite all'1,1%, puntava ad un rendimento di almeno il 6%. Atlante perciò, si posiziona al di sotto dei livelli richiesti dagli altri operatori specializzati nel mercato delle cartolarizzazioni, generando una riduzione nel costo medio del capitale degli SPV. Conseguentemente, realizza sul prezzo di cessione un esito concreto e rilevante rispetto a quello di mercato, malgrado inferiore al prezzo

²⁴ Che comporterebbe, non solo un aggravio sui contribuenti, ma violerebbe soprattutto le normative europee.

²⁵ Non c'è un altro marchio estero che partecipa ad Atlante (al netto dei contributi di Generali attraverso le controllate europee).

iscritto in bilancio, ma che permette comunque, di cedere i crediti con perdite di cessione più sensate.

Alessandro Penati, patron del Fondo, con la SGR ha stabilito di suddividere l'attività investendo circa il 70% del patrimonio nelle banche in cui le ratio patrimoniali non raggiungono i minimi di stabilità sanciti dallo SREP²⁶ e che per questo su richiesta delle autorità di vigilanza devono effettuare aumenti di capitale. Ragion per cui realizza una rete di sicurezza in occasione di eventuali futuri aumenti di capitale, come è stato nei casi di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca.

Il restante 30%, viene focalizzato sulle sofferenze ed in particolare sulle tranche più rischiose delle cartolarizzazioni, quali junior e mezzanine. Con l'intenzione dunque, di favorirne in un futuro molto prossimo una gestione più trasparente e il decollo di un mercato adeguato.

Qualora Atlante acquisisca il controllo della banca target, potrà esercitare con discrezionalità e autonomia i poteri caratteristici di un'azionista. Allo stesso tempo, il regolamento del Fondo ne tutela la struttura, elaborandola in grado di prevenire il rischio di consolidamento e sancendo l'assenza di un controllo esclusivo o congiunto sulle banche da parte degli investitori²⁷.

L'aspettativa riposta dalla SGR nel Fondo, sta nel fatto che in parte quest'ultimo figurerà nell'azionariato delle target e di conseguenza abbia rilievo nelle decisioni sugli aumenti di capitale. E nel momento

²⁶ Il Supervisory Review and Evaluation Process, sintetizza i risultati emersi dall'analisi per uno specifico anno ed indica alla banca le azioni da intraprendere.

²⁷ Quaestio SGR, *Bozza Preliminare Progetto Atlante*, 2016.

in cui, gli aumenti vadano a buon fine e le banche vengano sanate e rese produttive, l'operazione verrà tutelata da introiti assicurati.

Figura 3.1 Struttura di intervento del progetto Atlante.

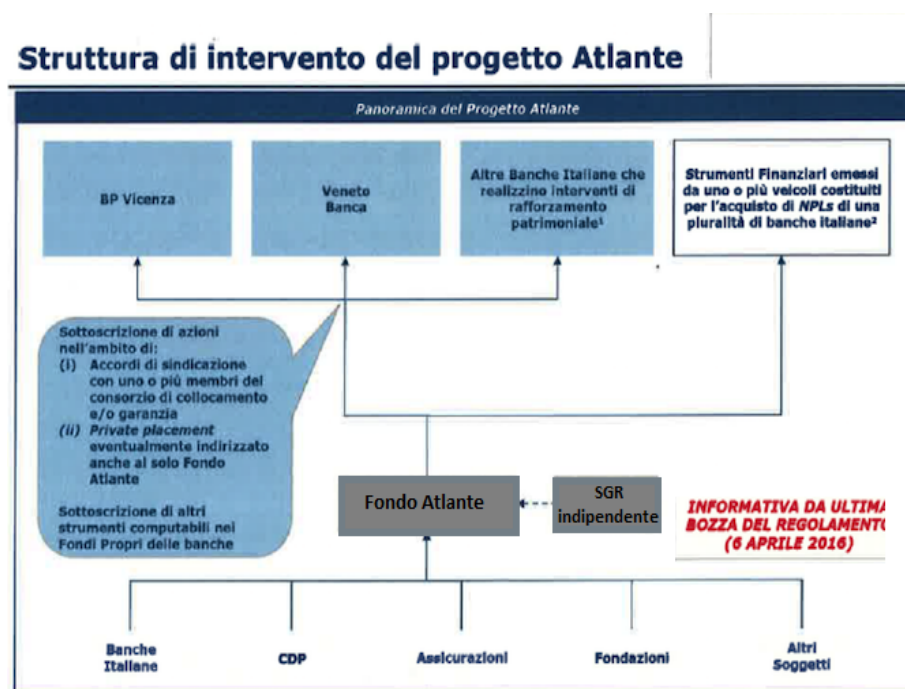


Figura 3.1 Funzionamento del progetto Atlante. Fonte: Quaestio SGR.

Atlante nella sua versione originaria, durante la primavera del 2016, porta a termine l'operazione di Veneto Banca e Popolare di Vicenza, (quando ancora si sperava di poter tenere in piedi i due istituti) le due insieme, che mostravano sofferenze lorde per 9,6 miliardi su un monte impieghi di 41 miliardi²⁸. Il salvataggio, che ha permesso di evitare il bail-in, si è sviluppato in due tempi, immettendo prima 2,5 miliardi di euro a cui vennero aggiunti l'anno successivo 950 milioni.

²⁸ Crema M., *Banche Rotte*, 2016.

Nel febbraio 2017, Penati, a proposito delle due venete aveva dichiarato di volere utilizzare la ricapitalizzazione precauzionale da parte dello Stato, perché le principali banche azioniste del Fondo, non avevano voluto rifocillarlo, incolpandolo di non averne comprato i crediti deteriorati. Accanto all'effetto di procrastinazione della cessione dei crediti deteriorati nel tempo, però si è anche generata l'aspettativa di un innalzamento dei prezzi di acquisto dei titoli finanziari provenienti dalle cartolarizzazioni, che ora sembrano più vicini all'atteso valore di recupero dei crediti e quindi più alti rispetto a quelli proposti dai fondi specializzati.

La costituzione del Fondo Atlante e le sue modalità operative, dunque, hanno avuto l'effetto o quantomeno ne hanno dato l'impressione; di ridurre le tensioni nel mercato bancario italiano e quindi di ristabilire un clima più trasparente per il futuro, ai fini di un riallineamento con le normative europee.

Infatti, ad agosto 2016 nasce Atlante II, la seconda versione del Fondo, che stavolta con un totale iniziale di circa 1,7 miliardi di euro²⁹ comprensivo delle nuove e delle vecchie sottoscrizioni non impiegate nelle ricapitalizzazioni, viene autorizzato a procedere verso la vera fase operativa. Improntata in questa seconda versione, solamente al mercato delle sofferenze bancarie.

²⁹ Ufficialmente Atlante non ha diffuso la lista dei sottoscrittori, ma 450 milioni dovrebbero essere apportati da Sga, una quota fino a 250 milioni dovrebbe arrivare da Cassa depositi e prestiti ed altri 200 milioni da Poste Vita. Generali e Unipol hanno annunciato una partecipazione rispettivamente di 200 e 100 milioni mentre Unicredit e Intesa fino a 310 milioni.

Figura 3.2 Il Funzionamento di Atlante II.



Figura 3.2 Il Funzionamento di Atlante II. Fonte: Quaestio SGR.

Il Fondo Atlante II, porta subito a termine nel Maggio di quest'anno la sua prima operazione, smobilizzando 2,2 miliardi di crediti deteriorati relativi a tre good banks: Banca Marche, Banca Etruria e CariChieti, perfezionandone quindi la cessione ad Ubi per un euro; a breve dovrebbero rientrare nel sistema le plusvalenze ottenute, su un'operazione costata finora circa 4,7 miliardi. L'idea (bocciata perché giudicata come aiuto di stato) proposta dal governo, era quella di consolidarle in un'unica bad bank.³⁰

Secondo quanto ricostruito da Il Sole 24 Ore, per MPS invece, a essere cartolarizzati saranno 27 miliardi lordi di sofferenze, da trasferire a un veicolo ad hoc per un valore vicino al 20%. In totale, il veicolo emetterà 1,6 miliardi di titoli junior e mezzanine, di cui una cifra intorno a 900 milioni dovrebbe andare ad Atlante; ed in

³⁰ Crema M., *Banche Rotte*, 2016.

seguito altri 3,3 miliardi di titoli senior, saranno distribuiti sul mercato con la Gacs.

Ad oggi, dovrebbe partecipare affiancato da un consorzio di 7 banche all'operazione di cartolarizzazione di 1,236 miliardi (al 38% del valore delle tranche senior da deconsolidare) di Cassa di Cesena, Rimini e San Miniato per il passaggio a Crédit Agricole.

L'unica soluzione, appare essere un rapido potenziamento del Fondo, continuamente chiamato in soccorso, per dare esecuzione all'operazioni entro fine anno, ed evitare la liquidazione degli istituti, ipotesi che MEF e Banca d'Italia vogliono evitare a tutti i costi.

3.3 La Gacs

Lo strumento che il legislatore, in accordo con la Commissione Europea ha predisposto per gli operatori del credito e gli intermediari finanziari per favorire lo smaltimento delle sofferenze prende il nome di Garanzia dello Stato sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze "GACS".

La GACS può essere concessa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 della Legge 130/1999, a condizione che gli assets sottostanti siano crediti pecuniari classificati come sofferenze, ed oggetto di cessione da parte delle società cedenti, ossia banche e intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 del TUB. Per finanziarla, il MEF ha istituito un apposito fondo

con dotazione di 120 milioni, che sarà implementato dai corrispettivi annui pagati a fronte delle garanzie concesse. Questa commissione periodica, viene calcolata come percentuale annua sull'ammontare garantito.

Annunciata dal Decreto legge 14 febbraio 2016, n. 18 e convertita con la Legge 8 aprile 2016, n. 49; prevede la possibilità di richiedere l'accesso al fondo per le società che cartolarizzano e cedono Npls.

Si fa garante però, solamente di quei titoli senior emessi nell'ambito di una procedura di cartolarizzazione strutturata come enuncia il Capitolo 2. La garanzia viene poi concessa con decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze, su istanza documentata della società cedente (art. 10), ed è incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta.

Figura 3.3 Il sistema di garanzie ideato dal tesoro per smaltire gli NPL.

Il sistema di garanzie ideato dal Tesoro per smaltire gli NPL

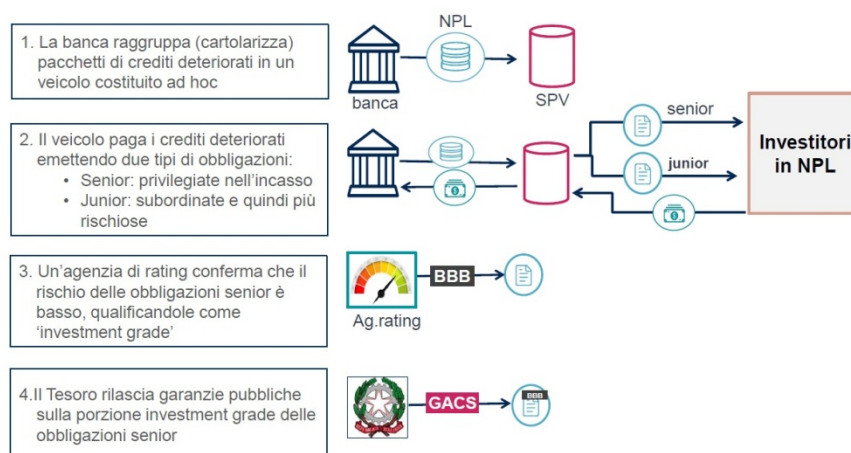


Figura 3.3. La Garanzia pubblica sulla cartolarizzazione delle sofferenze. Fonte: La Repubblica.

La garanzia, risulta efficace solo qualora la società cedente abbia trasferito alla SPV a titolo oneroso almeno il cinquanta per cento più uno dei titoli junior e, se emessi, dei titoli mezzanine, che consenta l'eliminazione contabile dei crediti.³¹

Il prezzo risulterà crescente nel tempo, per sostenere il rischio connesso all'aumentare della durata dell'operazione e per incentivare uno svelto recupero dei crediti. Il fatto che le garanzie siano prezzate a condizioni di mercato esclude che questo strumento costituisca un aiuto di Stato distorsivo della concorrenza e, che, l'entrata generata dalle commissioni, non generi oneri per il bilancio dello Stato.

Il prezzo previsto per i primi tre anni è calcolato come media del mid price dei CDS a tre anni per gli emittenti con rating corrispondente a quello delle tranche garantite. Al quarto e quinto anno il prezzo aumenta in conseguenza dell'applicazione di un primo step up (CDS a 5 anni) e del pagamento di una maggiorazione incentivante, a compensazione del minore tasso pagato per i primi 3 anni. Dal sesto anno in avanti il prezzo della garanzia sarà pieno (CDS a 7 anni). Per il sesto e settimo anno sarà anche dovuta una ulteriore maggiorazione incentivante, a compensazione del minore tasso pagato per i primi 5 anni³².

La presenza della GACS consente di diminuire la rischiosità delle obbligazioni emesse in seguito alla cartolarizzazione di sofferenze;

³¹ Fiscale C., *Gacs*, 2016.

³² MEF, *Comunicato Stampa N° 20 del 27/01/2016*.

a sua volta ciò determina una riduzione del rendimento richiesto dagli investitori e di conseguenza fa aumentare il prezzo a cui è possibile cedere le sofferenze al veicolo. Nonché riduce, come il fondo Atlante, il bid-ask spread, tra i principali fattori ostacolanti lo sviluppo di un mercato dei prestiti deteriorati.

Pioniera nell'utilizzo della garanzia è stata Banca Popolare di Bari, che ha incassato 50 milioni, su un'operazione di cartolarizzazione da 480 milioni. A seguire, MPS che deve la cartolarizzazione di più di 5 miliardi delle proprie sofferenze su 26 miliardi alla garanzia.

Scopo dichiarato delle GACS, era quello di favorire lo sviluppo di un mercato dei NPLs facilitando l'accesso di investitori con orizzonte temporale medio-lungo. Rivelandosi fondamentale per alleggerire i bilanci bancari e spianare la strada al mercato di sofferenze, d'altro canto comunque permette di abbassare il rischio e risollevarne il valore dei titoli e del sottostante. Senza, andrebbero alzate le coperture e ricalcolate le svalutazioni per 3,9 miliardi e rimesse in discussione le trattative con la BCE.

Sono 38 miliardi, a Settembre 2017, i Non performing loans appesi al rinnovo della garanzia e dipendenti al punto tale, che se la GACS non venisse rinnovata sarebbe a rischio la loro stessa cartolarizzazione. Ad Agosto 2017, tuttavia, trascorsi i 18 mesi, il provvedimento è spirato come previsto dal decreto; questo è estendibile però, sempre con decreto del MEF per lo stesso tempo e con la previa approvazione della Commissione Europea (comma 2 art.3 del provvedimento appena scaduto).

Quello che appare più verosimile ed auspicabile, è il rinnovo del provvedimento, Sia nel caso in cui subisse l'aggiunta di eventuali modifiche richieste da Bruxelles in materia di aiuti di stato; sia dal tesoro, che invece spera in procedimenti più convenienti e snelli, che rendano le procedure appetibili agli occhi degli investitori istituzionali ed internazionali.

Come ribadito da Fabrizio Pagani, capo della segreteria tecnica del ministero dell'Economia, “sarà rinnovata, non ci sono dubbi su questo, la GACS è uno strumento importante perché consente di ridurre il gap di prezzo tra domanda e offerta”.

1.4 Confronto tra gli interventi

I due procedimenti sono nati con l'intento di permettere ai vari Special Purpose Vehicles di acquistare i crediti a prezzi prossimi al valore con il quale sono iscritti in bilancio e di cartolarizzarli in due fasi; prima passando per Atlante che ne acquista le tranche equity, poi attraverso la garanzia pubblica che coinvolge le tranche senior e le offre agli investitori internazionali, permettendo al titolo di ripagare i flussi attesi a scadenza senza imprevisti.

Quest'ultima tranche, non potrà essere troppo grande, perché è necessario che ottenga un rating investment grade ottimale. Nell'ipotesi perfetta, quindi, si potrà immaginare un 50 e 50 tra le due tranche, il che significa che Atlante non può spingersi molto lontano da solo sulle tranche equity e nemmeno contare su un potente margine in quelle senior.

L'ammontare di sofferenze che però Atlante si era prefissato di deconsolidare dai bilanci bancari attraverso investimenti incentrati sulle tranche junior o mezzanine, si è poi rivelato superiore rispetto a quelle che poi ha veramente acquistato.

Da analizzare in primis le condizioni delle operazioni.

La redditività di Atlante era orientata (sperata a questo punto, *si veda la tabella 3.1*) al 6% e l'acquisto dei NPLs doveva avvenire a condizioni prossime a quelle di mercato. In definitiva, il prezzo di acquisto doveva aggirarsi intorno al 30% del nominale, valore inferiore rispetto a quello iscritto in bilancio, in media il 40%, ma questo comporta una svalutazione inferiore rispetto alle condizioni di mercato attuali.

Da considerare però che le quotazioni del Fondo, scontando un rendimento atteso inferiore a quello mediamente richiesto dagli investitori specializzati, a cui si aggiunge l'ulteriore costo delle svalutazioni delle sofferenze legato al bid-ask spread che sino ad oggi ha costituito uno dei principali ostacoli allo sviluppo di un mercato secondario delle sofferenze.

Tabella 3.1 Valore di 100€ in Atlante.

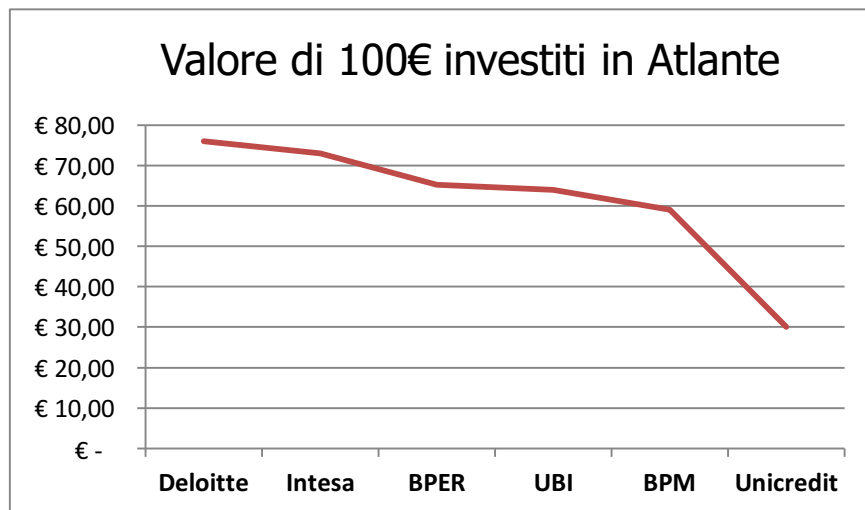


Tabella 3.1 Valore di 100€ investiti in Atlante al 2017 per sei diversi istituti, (elaborazione propria dell'autore).

La GACS invece varia significativamente da banca a banca; a seconda della struttura del portafoglio di crediti deteriorati, delle condizioni del mercato e della valutazione sulla effettiva rischiosità del portafoglio da parte dei potenziali investitori. In realtà infatti, la situazione delle banche italiane è piuttosto disomogenea in termini di entità e incidenza delle sofferenze sul totale attivo, e di ammontare delle svalutazioni già effettuate.

La situazione che si delinea ad oggi, positiva ma alquanto contenuta, prevede secondo ABI e CERVED, nel 2017 un attestamento al 2,4% del tasso di ingresso in sofferenza delle società non finanziarie e dunque in calo rispetto al 3,7% dello scorso anno.

Ora si giunge al problema delle normative.

Le recenti misure di accelerazione dei tempi di recupero dei crediti varate dal governo il 29 aprile 2016 vanno nella giusta direzione, ma

poiché non sono retroattive, agiranno solo in futuro. Per intaccare lo stock esistente, sarebbero necessarie misure più incisive e numerose per lo snellimento delle procedure di gestione giudiziaria e recupero. In Italia le procedure giudiziarie di recupero dei crediti sono particolarmente lunghe. Ciò induce le banche a costituire con gradualità gli accantonamenti; determina inoltre un valore strutturalmente elevato del rapporto tra NPL e totale crediti.³³ Il governo sottostando alle direttive della Commissione Europea, sempre pronta a bollare i provvedimenti come aiuti di stato, dovrebbe stabilire condizioni e regole che rendano lo smaltimento dei crediti deteriorati più snello e trasparente. Da considerare anche che, in casi come quello di Atlante, le banche agiscono sia come sottoscrittrici di quote interessate a massimizzare il ritorno, sia come cedenti di NPL, il tutto genera plausibili conflitti di interesse (come è stato nelle svalutazioni effettuate da Unicredit ed Intesa), tipici delle operazioni di sistema.³⁴

Un altro punto da analizzare riguarda l'ammontare degli interventi. A fronte di sofferenze nette per 80 miliardi il fondo aveva una dotazione da destinare all'acquisto di sofferenze di circa 4 miliardi, i fondi principalmente privati, permettono di investire in esigue tranche, per di più junior, le più rischiose. Le operazioni di cartolarizzazione poi, non possono stare in piedi se il mercato non le assimila; quindi cerca di ovviare al problema, sfruttando l'effetto leva e concentrandosi sulle queste nelle operazioni i cui è coinvolta anche la GACS per le tranche senior.

³³ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria n.5*, 2013.

³⁴ Barucci e Milani, *Finalmente il Fondo Atlante*, 2016.

L'effetto leva può essere sfruttato se la redditività sarà appetibile e qui si torna al primo punto.

Le difficoltà legate al vincolo di collocamento sul mercato di almeno la metà delle tranche junior, che palesano il rischio che le banche non trovino investitori disposti a sottoscrivere questi strumenti, tantomeno disposti a farlo a prezzi estremamente sconvenienti. Lo stesso vale per gli investitori internazionali spesso indisposti all'acquisto di titoli con ABS, figuriamoci titoli NPL. Entrambi potrebbero non volere portafogli strutturati, non liquidi e con bassi rendimenti anche se protetti da garanzia pubblica.

Preferendo bond con rendimenti più alti e senza GACS, anzi, tanto più è elevato l'importo delle tranche senior con garanzia tanto più è esteso il rischio assorbito da questa, quindi alla banca che cede npl converrebbe mantenere i bond garantiti rischiando però di finire con la garanzia nella categoria retained.

La necessità di promuovere le due iniziative, mostra l'impossibilità tecnica al momento di procedere con la risoluzione di una banca di medie-grandi dimensioni.

Permettere la risoluzione di due banche come quelle venete, anche per le conseguenze che avrebbero su Intesa e Unicredit, che si sono fatte garanti dell'aumento di capitale inoptato.

Date le attuali procedure di gestione delle sofferenze, che risultano spesso ancora poco idonee anche qualora prevedano

l'esternalizzazione a servicer specializzati³⁵, la nascita del fenomeno Atlante, ha permesso una crescita delle capacità gestionali dei NPL degli istituti di credito. O per lo meno ha contribuito a renderli consapevoli di come, la gestione efficiente delle sofferenze si riveli un elemento strategico. Dall'altro lato, la Garanzia, ha favorito l'accesso al mercato dei crediti deteriorati ad investitori con profili di rischio diversi, grazie al collocamento di titoli assisiti appunto da garanzia pubblica, favorendo in questo modo la rimozione di segmentazioni del mercato. Accanto a tale effetto di diluizione maggiore nel tempo della cessione dei crediti deteriorati, si è anche generata l'attesa per un innalzamento dei prezzi di acquisto degli strumenti finanziari provenienti dalla loro cartolarizzazione, più coerenti con l'atteso valore di recupero dei crediti deteriorati (e quindi più alti di quelli fino ad allora proposti dai fondi specializzati, unici attori in gioco).

Un studio di Banca d'Italia (Carpinelli, Cascarino, Giacomelli e Vacca, 2016) ha posto in evidenza come le ristrutturazioni richiedano molti anni per poter essere portate avanti, con risultati spesso insoddisfacenti e gradualità. In ogni caso, «l'aver risolto i casi più gravi senz'altro ha contribuito a migliorare la percezione complessiva del mercato sulle banche italiane», osserva S&P Global Ratings.

³⁵ Laboratorio Monetario, *Studio Osservatorio monetario n. 2/2016*, Università Cattolica.

3.5 Conclusioni

Le banche italiane, come emerge dall'analisi, hanno il gravoso onere di liberarsi dal peso dei crediti deteriorati, in particolare dei crediti in sofferenza, quelli erogati a soggetti che si trovano in stato di insolvenza. Ma semmai l'operazione fallisse, la situazione finanziaria delle banche disagate soccorse, si trasferirebbe al fondo e alle società che lo hanno sottoscritto, cioè le parti che al momento risultano le più sane del sistema finanziario italiano.

Come Atlante, anche la Garanzia Pubblica sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze si propone di agevolare la riduzione della componente più deteriorata dei prestiti non performanti nei bilanci delle banche. Le difficoltà della GACS nel collocamento della metà delle tranche, potrebbero essere attenuate dall'intervento del Fondo che si integrerebbe a i diversi accorgimenti presi ad oggi dallo Stato. Come emerge, dall'analisi, non nascono con la convinzione di sostituirsi al mercato ma con la speranza di riuscire a farlo funzionare più efficientemente, con la consapevolezza che i risultati arriveranno in futuro.

Conclusioni

Le cartolarizzazioni, negli anni precedenti alla crisi del 2007, hanno sempre generato extra-profitto nei bilanci delle banche fino al momento in cui il sistema non si è viziato. Come dimostrato da uno studio della Federal Reserve, ogni anello della catena che legava l'originator all'investitore finale, era alterato dalle classiche forme di inefficienza dei mercati finanziari. A partire dalla banca originator, che per prima, dovrebbe operare una *due diligence* imparziale sui crediti, ma che indotta dal desiderio di una lucrosa commissione, opta per una review approssimativa, non rischiando nulla qualora i prestiti non vengano rimborsati. Tutti hanno un forte incentivo a massimizzare i volumi e le commissioni incassate, perdendo il controllo sull'effettivo rischio, che si trova ad aumentare ad ogni passaggio. La necessità di sviluppare un approccio maggiormente critico e puntuale in merito a tale rischio, impone normative snelle e allo stesso dettagliate al fine di riaprire il mercato delle cartolarizzazioni.

Normative che si propongono di costituire una base disciplinare solida, in grado di infondere fiducia negli investitori e riordinare il mercato delle cartolarizzazioni. Ma che nazionalmente parlando, si fermano essenzialmente alla legge n. 130/99 e a qualche esiguo decreto del 2016; nonché provvedimenti internazionali, adottati dal Comitato di Basilea e dalla Commissione Europea, in tema di adeguatezza patrimoniale e di aiuti di stato.

Come noto, però, nell'attuale fase si aggiunge una forte diffidenza del mercato verso questo tipo di operazioni e i rendimenti richiesti per sottoscrivere cartolarizzazioni sono molto elevati. Ciò rende l'operazione poco conveniente per la banca, che tende a svalutare continuamente i titoli in portafoglio. Dalla ricerca, è emerso come, la qualità dei crediti bancari risulti condizione fondamentale per un regolare funzionamento del settore finanziario di un sistema economico, sia in una prospettiva microeconomica, cioè dei singoli intermediari che ne fanno parte, sia e soprattutto in una prospettiva macroeconomica, che mira alla stabilità del sistema nel suo complesso.

Sono stati 24 miliardi e 411 milioni i fondi a carico dello Stato e dei privati destinati ai grandi salvataggi nel settore bancario italiano negli ultimi anni. Iniziano però a muoversi i primi passi in direzione della nascita di un possibile mercato degli NPL in Italia.

Come emerso dal Capitolo 3, infatti, a partire dal 2015 sono stati introdotti radicali mutamenti nel settore bancario: la riforma delle banche popolari, l'autoriforma delle Fondazioni bancarie sostenuta dal Governo, la riforma delle banche di credito cooperativo (BCC), l'introduzione del meccanismo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS), e la velocizzazione dei tempi di recupero crediti. Anche il Governo è intervenuto nel corso per favorire la riduzione dei prestiti deteriorati, dopo essersi reso conto nel 2015 dell'impossibilità di costituire, similmente ad altri paesi europei, una vera e propria bad bank con il sostegno pubblico; ha emanato una serie di provvedimenti volti a favorire una più efficace gestione delle sofferenze da parte delle singole banche.

Un primo passo è stato compiuto a febbraio 2016 con decreto legge 18/2016 al fine di agevolare lo smaltimento della componente più rischiosa dei crediti deteriorati presenti nelle banche italiane ed è rappresentato dall'offerta da parte del Tesoro di una Garanzia pubblica. A cui si è aggiunto nell'aprile 2016, in un contesto sempre più critico, un'operazione di sistema: il Fondo Atlante. L'ideazione di un'operazione e i suoi rapidi tempi di realizzazione, che avesse alla base un processo di *securitisation*, sono stati determinati per banche, autorità di vigilanza e governo, in particolare per le difficoltà connesse agli aumenti di capitale richiesti da BCE.

Nei primi mesi del 2016 le preoccupazioni generali hanno palesato la necessità di effettuare un salvataggio, interno al sistema bancario. La presenza di Atlante, ha coadiuvato lo Stato, che nel rilascio delle garanzie è molto più sofisticato. Prima di concedere la garanzia, infatti, vengono effettuate diverse analisi: dalla stima analitica dei flussi di cassa associati al titolo garantito, titolo definito tale solo qualora abbia ottenuto un rating uguale o superiore all'investment grade, alla verifica della qualità di tutti i crediti sottostanti, dalla percentuale investita nelle diverse tranche alla capacità operativa del servicer incaricato del recupero dei crediti.

Secondo il Tesoro questi interventi si aggiungono alle consistenti misure approvate in questi mesi per contribuire al rafforzamento del settore bancario, in ambito di una riduzione dei tempi e della semplificazione delle procedure di recupero crediti. I due interventi analizzati, nonché l'attuazione di operazioni di cartolarizzazione, nascono con l'intento di generare introiti nel lungo periodo, o comunque di non pesare maggiormente sui bilanci delle banche.

Secondo le più recenti rilevazioni, ad oggi le sofferenze si riducono di circa il 13%, ed il rapporto delle sofferenze nette sugli impieghi totali si è ridotto rispetto al 4,89% a fine 2016 al 4,42% ad aprile 2017, (0,86% prima della crisi). L'ultimo Rapporto dell'ABI delinea un quadro incoraggiante per il sistema; secondo le previsioni, lo stock di sofferenze nette dovrebbe ridursi di circa 30 miliardi di euro tra il 2017 ed il 2019, riportando un calo di quasi 35 punti percentuali rispetto al totale delle sofferenze registrate alla fine del 2016.

La trattazione evidenzia come, per quanto recenti ed attuali, il Fondo Atlante e la Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze, unitamente all'ormai nota operazione di *securitisation*, abbiano già influenzato l'operatività delle banche italiane.

La chiara diminuzione delle sofferenze nette a 76,5 miliardi di euro a Luglio 2017, è visibile già rispetto ai 77,4 miliardi di euro registrati ad Aprile e molto inferiore rispetto al massimo di inizio 2015 (191,6 miliardi di euro).

L'analisi evidenzia come né Atlante I né la Gacs siano stati in grado di raggiungere i rendimenti che si aspettavano, in modo da appianare gli esborsi effettuati. Atlante deluso, si aspettava nella sua prima versione un rendimento del 6% e secondo quanto calcolato dal Tesoro, le commissioni sull'attività di Garanzia avrebbero dovuto generare un introito netto per lo Stato, addirittura superiore ai costi. E' importante sottolineare che, in un sistema finanziario critico come quello italiano, i salvataggi delle banche sono onerosi e mostrano risultati rilevanti solo nel lungo periodo. Per questo Atlante si è evoluto nel Fondo Atlante II, e la Gacs aspetta il rinnovo da parte della Commissione Europea. Ad oggi, diverse sono le

cartolarizzazioni che pendono e si pongono come condizione necessaria, la reiterazione dei due procedimenti.

FONTI BIBLIOGRAFICHE E SITOGRAFIA.

AFFINITO M., TAGLIAFERRI E., *Why do (or did?) banks securitize their loans? Evidence from Italy*, Banca d'Italia, 2010.

ARCANGELI A., *La cartolarizzazione degli NPLs e la GACS*, Simmons& simmons, 2017.

ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA:

- *Le modifiche del quadro regolamentare e le sfide per le banche italiane*, 2016.

- *Lo sviluppo della securitisation in Italia: analisi e prospettive*, Roma, Bancaria Editrice, 1994.

BAGLIONI A., *Banche di nebbia*, Milano, Università Bocconi Editore, 2017.

BANCA D'ITALIA:

- *Bollettino Statistico*, diversi anni;

- *Circolare n. 272 del 30 luglio 2008 «Matrice dei conti», 7° aggiornamento del 20 gennaio 2015;*

- *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara*, 2015 ;

-La ricapitalizzazione precauzionale di MPS: domande e risposte;

-Non-performing loans and the supply of bank credit:evidence from Italy,2013;

-Relazione Annuale sul 2015, Roma, 2016.

-Relazione Annuale sul 2016, Roma, 2017

-Why did sponsor banks rescue their SIVs? 2017

BANFI A., Recenti interventi A sostegno dell'attività delle banche italiane: il parere degli operatori, 2016.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION:

-Basel III Monitoring Report, 2017.

-Implementation of Basel standards, 2017.

-Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) - Assessment of Basel III LCR regulations - European Union, 2017.

COTUGNO M., La cartolarizzazione dei crediti e degli immobili, 2010.

CREMA M., Banche rotte, Portogruaro, Nuovadimensione, 2016.

D'AURIA C., Le operazioni di cartolarizzazione e di credit derivatives, 2015.

DE MARCO F., Unsecured loan transactions in Italy: Key lessons learned, 2015.

DEL CORNO M., Bad bank, ecco cos'è la discarica dei crediti malati che piace a Bankitalia, Il Fatto Quotidiano, 2014.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY:

-Report on qualifying securitisation , 2015.

-Report on Synthetic Securitisation, 2015.

-Securitisation and covered bond, 2015.

ERNST & YOUNG, *Non Performing Loan report flocking to Europe , 2013*

ERZEGOVESI L., *La valutazione delle azioni bancarie nell'era del bail-in:*

-Prima parte – Requisiti prudenziali e modelli per i casi di ricapitalizzazione sul mercato, Università di Trento, 2017.

-Seconda parte - Casi di risanamento e risoluzione e strumenti di capitale AT1 e T2 I, Università di Trento, 2017.

EUROPEAN CENTRAL BANK:

- Investment funds balance sheet, diversi anni;

- Euro securities infrastructures.

EUROPEAN COMMISSION, *European Financial Stability and Integration Report, 2014.*

EUROPEAN INVESTMENT BANK, *Investment and Investment Finance Report, Lussemburgo, 2016*

EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Is Europe Overbanked?, 2014.*

FELL J., *Resolving non-performing loans: a role for securitisation and other financial structures?*, MOLDOVAN C. O'BRIEN E., 2017.

FERRI G. ROTONDI Z., *Sullo svantaggio competitivo delle banche italiane nel credito alle imprese: analisi e un'idea di soluzione*, 2016.

FUBINI, F. , *La nostra battaglia sulle banche italiane. Ma l'Europa non ha sentito*, Corriere della Sera, 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability; Italy Article IV Consultation*, country report, n16/222, Washington.

MEDIOBANCA:

-*Dati cumulativi banche internazionali*, 2016 ;

-*Dati cumulativi società italiane*, 2016 ;

-*Interventi di governi nazionali a favore delle banche*, 2013.

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE:

- *Documento di Economia e Finanza*, diversi anni;

-*Evoluzione e riforme del settore bancario italiana*;

-*Gacs*.

ONADO M., *Alla ricerca della banca perduta*, Bologna, il Mulino, 2017.

PANETTA, F. *Il sistema bancario italiano e l'uscita dalla crisi*, 2017.

PANICUCCI, *Cosa sono i Covered Bond o Obbligazioni bancarie garantite?*, 2015.

PORZIO C., *Securitization e crediti in sofferenza*, Bancaria Editrice, SPOTORNO L., ZORZOLI S., FAUCEGLIA G., 2015.

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *La gestione strategica delle sofferenze bancarie*, 2011.

Quaestio SGR:

-*Bozza Preliminare del Progetto Atlante*, 2016;

-*Informativa Atlante I*, 2016;

-*Informativa Atlante II*, 2016.

PARDOLESI R., *La Cartolarizzazione dei crediti in Italia*, 20

SEMERARO G., *Bad bank strumento per il rilancio dell'economia, non solo per il salvataggio delle banche*, Reuters, 2014.

SPOTORNO L., *La securitization: strutture contrattuali e modalità operative*, in Forestieri G., *Corporate and Investment banking*, Egea, 2007 .

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE,
OSSERVATORIO MONETARIO:

-*Laboratorio Monetario*, diversi anni;

-*Esperienze di crisi e regolazione bancari in Italia: un approccio storico*, 2016;

-Il futuro del sistema bancario italiano: discontinuità, tra innovazione e regolazione, 2016.

ZEN F., *la cartolarizzazione dei crediti in Sofferenza, Banche e banchieri*, 1999.

ALTRE FONTI:

La Gazzetta Ufficiale, www.GazzettaUfficiale.it

Corriere della Sera, www.Corriere.it

Formiche, www.Formiche.net

La Repubblica, www.laRepubblica.it

La Stampa, www.laStampa.it

Milano Finanza, www.MilanoFinanza.it

Reuters, www.Reuters.com

Il Sole 24 ore, www.Sole24ore.it

Soldi Online, www.Soldionline.it

The Economist, www.Theeconomist.com