



Dipartimento di "Economia e Finanza"

Cattedra di "Finanza aziendale corso avanzato"

La cartolarizzazione e il rifinanziamento delle aziende di credito; il caso MPS

RELATORE

Prof. Ernesto Monti

CANDIDATO Patricia Anna Fabiana Troiano

Matr. 631331

CORRELATORE

Prof. Mario Comana

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

La cartolarizzazione e il rifinanziamento delle aziende di credito: il caso MPS

Capitolo 1

La crisi finanziaria del 2007 e i problemi di liquidità per le banche

1.1- La crisi finanziaria del 2007

1.1.1 Le fasi della crisi

1.1.2 Teorie economiche per spiegare la crisi

1.1.3 L'evoluzione del modello di intermediazione e la crisi finanziaria: dal modello "originate and distribute" al modello "originate to distribute"

1.2 La liquidità delle banche

1.2.1 Cause e conseguenze del liquidity risk

1.2.2 Come la crisi ha cambiato la liquidità delle banche

1.3 Prevenzione del rischio di liquidità: le indicazioni di Basilea 3

1.3.1 L'importanza della regolamentazione finanziaria per il buon funzionamento dei mercati

1.3.2 La regolamentazione finanziaria e la crisi

1.3.3 Le indicazioni di Basilea 3

1.4 Aree di intervento per ripristinare la stabilità finanziaria

Capitolo 2

La cartolarizzazione del credito come fonte di liquidità delle banche

2.1 Una tecnica rappresentativa dell'innovazione finanziaria

2.1.1 Cos'è la securitization?

2.1.2 L'evoluzione della tecnica di securitization

2.2 L`emblema della cartolarizzazione

2.2.1 ...da causa della crisi finanziaria...

2.2.2 ...a possibile soluzione della crisi di liquidità

2.2.3 Nuove regole sulle cartolarizzazioni

2.3 La cartolarizzazione per il rifinanziamento delle banche

2.4 I titoli ABS come garanzia; gli eligibility criterias

Capitolo 3

La cartolarizzazione e le banche italiane

3.1 Le banche italiane e la cartolarizzazione del credito prima della crisi

3.1.1 La legge n. 130 del 30 aprile 1999

3.1.2 La cartolarizzazione in Italia prima della crisi del 2007

3.2 L`intermediazione in Italia

3.3 La crisi finanziaria del 2007 per le banche italiane

3.4 La cartolarizzazione post-crisi per il rifinanziamento delle banche

3.5 Le statistiche e il fenomeno della cartolarizzazione

Capitolo 4

La cartolarizzazione dei crediti; il caso MPS

4.1 Siena 2010-7

4.1.1 Loan origination process

4.1.2 Le caratteristiche dell`operazione

4.1.3 La valutazione delle agenzie di rating

La crisi finanziaria del 2007 ha determinato un grave sconvolgimento dei mercati, ma per capirne appieno le dinamiche è necessario analizzare ciò che è accaduto negli anni precedenti lo scoppio delle turbolenze finanziarie. Gli anni che hanno preceduto i disordini finanziari dell'estate 2007 sono stati caratterizzati da una sempre maggiore innovazione finanziaria, da contenuti tassi d'inflazione, bassi livelli dei tassi d'interesse, aumento del prezzo delle abitazioni, incrementi di risparmio da parte delle economie asiatiche, euforia generalizzata che ha riguardato i mercati finanziari. In particolare, il calo dei rendimenti relativo agli investimenti in attività finanziarie ha portato gli operatori economici ad investire in attività sempre più rischiose, al fine di ottenere un maggior rendimento. Gli avvenimenti dell'estate del 2007 trovano la loro origine nel segmento dei mutui americani cosiddetti "subprime". Innanzitutto ci chiediamo cosa si intende per mutui subprime. Per una corretta definizione a riguardo è necessario far riferimento al "Interagency expanded guidance for subprime lending programs" del 2001 che definisce le caratteristiche chiave caratterizzanti la categoria dei "subprime mortgagors":

- Sentenza che ha comportato preclusione del diritto ipotecario in un periodo precedente di 24 mesi;
- Bancarotta negli ultimi cinque anni;
- Aver registrato per due o più volte un periodo di trenta giorni di ritardo nei pagamenti negli ultimi dodici mesi, oppure aver registrato una o più volte un periodo di 60 giorni di ritardo negli ultimi 24 mesi;
- Alta probabilità di default;
- Rapporto servizio del debito / income ratio »50%, ciò limita la possibilità di coprire le spese della famiglia.

Alla base dei problemi relativi al segmento di mutui subprime vi sono operazioni di finanza strutturata recanti il forte potere innovativo della finanza odierna. Attraverso queste operazioni, gli intermediari che avevano concesso prestiti a soggetti fortemente rischiosi, li hanno poi trasferiti in prodotti difficili da valutare tramite le operazioni di cartolarizzazione del credito. Questi prestiti caratterizzati da un elevato livello di rischiosità erano stati concessi a famiglie che sono risultate insolventi quando è aumentato il servizio del debito. Infatti, si può affermare che il sistema ha

funzionato finché i prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare e i tassi d'interesse a rimanere a livelli piuttosto bassi. In una tale situazione di euforia generalizzata e caratterizzata dal sogno di una "casa per tutti", gli intermediari finanziari e le banche hanno concesso finanziamenti anche a soggetti che non presentavano adeguate garanzie. Questa situazione ha determinato l'aumento del valore del debito privato accumulato dalle famiglie e il declino dei credit standards per la concessione dei prestiti da parte degli istituti di credito. In questo tipo di sistema, il livello di consumo delle famiglie americane era sostenuto dal valore delle loro abitazioni e non come dovrebbe regolarmente essere dal livello del reddito disponibile. I prezzi degli immobili, però, non potevano continuare ad aumentare all'infinito e i tassi di interesse mantenersi sempre a livelli bassi, prima o poi sarebbe accaduto ciò che gli operatori di mercato non volevano considerare, ovvero una caduta del prezzo delle abitazioni e un aumento dei tassi d'interesse, così da rendere più oneroso il servizio del debito. L'aumento dei tassi di insolvenza dovuto all'aumento dei tassi d'interesse relativi a tale segmento di prestiti ha comportato un forte incremento dei premi per il rischio degli strumenti finanziari strutturati legati ai mutui subprime con il crollo delle quotazioni dei titoli frutto del processo di cartolarizzazione. Dunque gli anni che hanno preceduto le turbolenze finanziarie sono stati caratterizzati da uno stato di generale euforia che ha caratterizzato i mercati finanziari. A riguardo è necessario fare riferimento alla teoria di Hyman Philip Minsky per spiegare gli eventi che comportano una crisi finanziaria. Il noto economista, infatti, ha proposto alcune teorie che tentano di spiegare e mettere in evidenza i fattori accomunanti i diversi periodi caratterizzati da crisi economiche:

- La crisi finanziaria è determinata da una riduzione dell'avversione al rischio che si genera nella fase di boom che induce gli operatori economici ad aumentare l'ammontare delle attività rischiose;
- Nella fase di boom cresce l'incentivo delle banche a concedere prestiti e quello delle imprese a richiedere finanziamenti;
- La fase che precede la crisi è caratterizzata da un aumento del prezzo dei beni capitali e da un boom borsistico;

- La crisi finanziaria nasce di solito dall'incapacità di alcune imprese di rimborsare i prestiti ottenuti;
- Le difficoltà finanziarie delle famiglie e delle imprese comportano difficoltà anche per le banche;
- Durante un periodo di crisi finanziaria si riduce l'ammontare dei prestiti e il prezzo dei beni capitali;
- Gli effetti della crisi finanziaria sono tanto maggiori quanto più diffuse sono le posizioni speculative;
- Lo stato può attenuare gli effetti della crisi finanziaria impedendo il fallimento delle banche adottando una politica monetaria e fiscale espansiva.

Minsky, però, nella sua teoria fa riferimento al ruolo delle imprese nel richiedere finanziamenti durante la fase di boom economico e nella loro incapacità di rimborso durante la fase di crisi, mentre la crisi del 2007 ha visto come protagonista l'indebitamento delle famiglie e non quello delle imprese come nella teoria del noto economista.

Un elemento che può ritenersi responsabile delle turbolenze finanziarie e del declino dei credit standards per la concessione dei prestiti è sicuramente l'evoluzione del sistema di intermediazione per le banche. Si può affermare che lo schema tradizionale che vedeva l'intermediario stipulare un prestito e mantenerlo in bilancio fino a scadenza (originate and hold model) non esiste più; questo sistema è stato sostituito da uno schema ben più aggressivo, in cui gli intermediari erogano prestiti che poi assemblano in pool di assets da cartolarizzare e cedere sul mercato, in modo che le nuove controparti delle famiglie e delle imprese non siano più le banche che hanno concesso il finanziamento, ma gli acquirenti di tali prodotti sul mercato. Questo modello di intermediazione si è inizialmente diffuso negli USA e successivamente in Europa. Il successo del modello cosiddetto OTD (originate to distribute) è stato determinato dalla grande diffusione che i titoli ABS hanno avuto presso il pubblico degli investitori; infatti la domanda di titoli strutturati era in costante aumento, perciò il modello "originate and distribute" (si distribuisce ciò che si origina) non bastava più data la crescente domanda di titoli frutto di securitization. Dunque in tale contesto si inverte la logica del sistema da "si distribuisce ciò che si

origina” a “si origina quanto si è in condizione di distribuire”, passando così al modello OTD, modello in cui prevale la domanda del mercato e dove le barriere per la concessione dei finanziamenti vengono allentate. Il modello OTD presenta numerosi vantaggi per i soggetti che ne fanno uso: chi eroga il credito può beneficiare di un uso più efficiente del proprio capitale e di una maggiore disponibilità di fondi, gli investitori possono beneficiare di una più ampia scelta di investimenti con maggiore possibilità di diversificazione e infine i debitori possono beneficiare di una maggiore disponibilità di credito. Nella pratica però il modello anziché portare ad una diversificazione e dispersione dei rischi, ha generato una concentrazione degli stessi presso intermediari incapaci di gestirli.

I diversi fattori che hanno determinato la crisi finanziaria sono dovuti a:

- Carenza nella due diligence degli investitori;
- Scarsa performance delle agenzie di rating nel valutare gli strumenti di credito;
- Carenza nella divulgazione delle informazioni al pubblico degli investitori che ha comportato una forte perdita di fiducia nel mercato e nei suoi sistemi;
- Debolezza dei contesti regolamentari.

Uno studio condotto da Purnanandam A. del 2010 dal titolo “Originate to distribute model and the subprime mortgage crisis”, dimostra attraverso un’indagine econometrica che le banche caratterizzate dall’uso del modello OTD hanno un minore incentivo nello svolgere attività di screening e nel reperire soft information relativa ai soggetti mutuatari. Ciò deriva dall’aumento della distanza tra il soggetto originator e il detentore finale del rischio e dunque ciò determina una riduzione dell’incentivo dell’istituzione finanziaria ad effettuare attività di screening ex-ante.

La crisi finanziaria del 2007 è importante soprattutto in quanto ha fatto emergere uno degli elementi cruciali per la stabilità dell’intero sistema finanziario: la liquidità. Infatti la crisi finanziaria si è presto trasformata in crisi di liquidità bloccando gli scambi di fondi tra istituzioni finanziarie a breve e brevissimo termine sul mercato interbancario, aggravando ulteriormente la situazione di panico finanziario portando presto ad una vera e propria crisi di liquidità, con eventi anche di bank run (come il

noto caso della banca inglese Northern Rock). La regolamentazione finanziaria precedente di Basilea 1 e 2, soffermandosi soprattutto sul concetto di requisiti minimi di capitale, non ha mai posto grande attenzione al liquidity risk, alla sua prevenzione, misurazione e soluzione. Si può affermare che alla base della crisi vi è un eccesso di rischio di liquidità ed esso trova la sua origine in un fattore fondamentale: l'allontanamento della banca commerciale dalle sue funzioni originarie, come descritto già in precedenza in relazione all'affermarsi del modello OTD. Proprio in relazione al liquidity risk sono venute alla luce le maggiori carenze della regolamentazione vigente di Basilea 2, che hanno portato successivamente le autorità all'elaborazione di un nuovo set normativo che tenesse conto del problema e dell'importanza della liquidità nel sistema. Le nuove disposizioni regolamentari sono volte da un lato ad integrare gli insegnamenti della crisi e dall'altro a prevenire il verificarsi di simili episodi. Gli elementi di maggiore portata innovativa caratterizzanti l'Accordo di Basilea 3 sono: l'innalzamento della qualità del patrimonio di vigilanza e la revisione dei limiti minimi, il contenimento del grado di leva del sistema finanziario con l'introduzione di un requisito non ponderato per il rischio (leverage ratio), la riduzione degli effetti pro-ciclici di Basilea 2 e l'introduzione di specifiche regole quantitative volte a contenere il rischio di liquidità (Mieli 2010)¹. Il Comitato di Basilea ha rafforzato la regolamentazione della liquidità elaborando due requisiti minimi per la liquidità al fine di conseguire due ulteriori obiettivi. Il primo volto a rafforzare la liquidità di breve termine delle banche e il secondo volto a favorire la liquidità nel più lungo termine:

- Il primo indicatore, di breve termine, prende il nome di Liquidity Coverage Ratio (LCR): esso mira ad assicurare che una banca mantenga un livello adeguato di attività liquide di elevata qualità non vincolate che possano essere convertite in contanti per soddisfare il suo fabbisogno di liquidità nell'arco di 30 giorni di calendario in uno scenario di stress;
- Il secondo requisito nella prevenzione del rischio di liquidità è il Net Stable Funding ratio (NSFR). Esso è volto a promuovere un maggior ricorso al

¹ Mieli S. (2009), « Crisi finanziaria e azione di vigilanza : gli scenari evolutivi », Atti di convegno ABI 2009 : « Basilea 2 e la crisi inanziaria », Banca d'Italia

finanziamento a medio-lungo termine delle attività e delle operazioni svolte dalle organizzazioni bancarie.

La tecnica della cartolarizzazione del credito

Gli anni della crescente innovazione finanziaria vedono l'affermarsi della tecnica della cartolarizzazione del credito. Essa si afferma dapprima negli anni 70 negli USA con l'obiettivo di soddisfare esigenze di liquidità attraverso lo smobilizzo di mutui ipotecari presenti nei portafogli delle istituzioni finanziarie. Tale tecnica permette la trasformazione di poste di bilancio normalmente non negoziabili in strumenti finanziari negoziabili sul mercato dei capitali. La securitization si sostanzia nello smobilizzo di classi di attivo cedute ad un terzo soggetto appositamente costituito, il quale finanzia l'acquisto di tali attivi attraverso l'emissione di valori mobiliari sul mercato dei capitali (ABS), garantiti dagli attivi stessi. Lo schema più utilizzato per la realizzazione dell'operazione è quello detto di "pay-through" che può essere suddiviso in tre fasi:

- Individuazione dei crediti oggetto della securitization;
- Cessione dei crediti pro-soluto da parte della banca;
- Creazione di un soggetto economico SPV (Special Purpose Vehicle) esterno al gruppo cedente, che effettua l'acquisto dei crediti ceduti finanziandolo con l'emissione sul mercato di valori mobiliari negoziabili garantiti dai crediti oggetto dell'operazione.

Al fine di poter metter in atto l'operazione è necessario che siano verificati alcuni presupposti:

- Identificazione di un portafoglio di attivi omogenei tra loro;
- Volume dell'operazione, in quanto l'operazione prevede alcuni costi fissi, è dunque necessario che il volume sia tale da consentire l'ammortamento di tali costi;
- Cessione affettiva degli attivi, in modo che vicissitudini dell'originator non pregiudichino la situazione dello SPV e viceversa;
- Impossibilità di fallimento dello SPV.

Data la complessità dell'operazione in questione, per la sua realizzazione è necessario l'intervento di diversi operatori:

- Debitori ceduti;
- Azienda o banca cedente;
- Special Purpose Vehicle;
- Terzi garanti;
- Società di rating;
- Merchant bank;
- Investitori;
- Soggetti minori.

Al fine di rendere più agevole il collocamento dei titoli emessi esistono diversi accorgimenti tecnici che possono essere adottati, detti di "credit enhancement". In particolare si è soliti distinguere tra credit enhancement "interno" effettuato senza alcun ricorso a terze controparti garanti, ma unicamente attraverso l'intervento dell'originator con la predisposizione da parte sua di accorgimenti tecnici (overcollateralization, credit tranching, spread accounts e reserve accounts) e credit enhancement "esterno" caratterizzato dall'intervento di soggetti terzi (linea di finanziamento messa a disposizione da una banca allo SPV oppure attraverso la forma dell'assicurazione prestata da compagnie di assicurazione).

La tecnica della securitization (appena descritta) e l'evoluzione del modello della banca commerciale hanno portato numerosi vantaggi ai soggetti che ne hanno fatto uso, il problema si è verificato nel momento in cui tali strumenti sono stati utilizzati in un'ottica di profitto di breve periodo con l'obiettivo di sfuggire alla regolamentazione finanziaria. Dunque di per sé la tecnica in questione non è imputabile delle turbolenze finanziarie cui abbiamo assistito, ma sicuramente risulta colpevole l'uso che ne è stato fatto nel tempo.

In particolare la tecnica in questione, come detto precedentemente, coinvolge numerosi soggetti responsabili anche dei problemi informativi e delle frizioni che sorgono nel mercato. Uno studio di Ashcraft A. e Schuermann T. dal titolo "Understanding the securitization of subprime mortgage credit" ha individuato sette

situazioni relative ai rapporti tra i soggetti che partecipano all'operazione, passibili di generare problemi informativi e dunque frizioni:

- Frizione tra prestatore di fondi e originator; il mutuatario spesso non presenta un'adeguata conoscenza delle dinamiche della finanza;
- Frizione tra originator e arranger; l'originator possiede un vantaggio informativo circa la qualità dei mutui oggetto dell'operazione;
- Frizione tra arranger e terze parti: adverse selection;
- Frizione tra servicer e debitore: moral hazard;
- Frizione tra servicer e terze parti: moral hazard;
- Frizione tra asset manager e investitore: principale-agente;
- Frizione tra investitore e agenzie di rating: model error.

Tra i sette problemi di origine informativa appena elencati, ve ne sono cinque ricorrenti nella crisi finanziaria del 2007:

- Frizione tra prestatore di fondi e originator;
- Frizione tra originator e arranger;
- Frizione tra arranger e terze parti;
- Frizione tra investitore e agenzie di rating.

Le operazioni di cartolarizzazione generano però numerosi vantaggi per i soggetti che le utilizzano in quanto permettono di reperire nuova liquidità, da ciò deriva l'emblema della securitization; da causa a possibile soluzione della crisi di liquidità. Uno studio di Martin-Oliver e Saurina del 2007 dal titolo "Why do banks securitize assets?" mostra come la ragione principale per cui le banche cartolarizzano i propri assets sia relativa a necessità di liquidità, mentre tra gli altri motivi figurano il trasferimento del rischio e la conseguente riduzione di livello minimo di capitale da detenere stabilito dalla regolamentazione internazionale di Basilea.

La cartolarizzazione per il rifinanziamento delle banche

La crisi di liquidità generata dalle turbolenze finanziarie unitamente alla diffusione che la tecnica della cartolarizzazione ha avuto negli ultimi anni, ha portato all'ampliamento da parte della Banca Centrale Europea (BCE) della categoria dei

titoli accettabili come collaterale in relazione ad operazioni di rifinanziamento per il settore bancario. In particolare sono stati ammessi come garanzia i titoli ABS derivanti da operazioni di securitization. Le banche cedono pool di assets del loro portafoglio ad un veicolo finanziario appositamente costituito per realizzare l'operazione, quest'ultimo per poter effettuare l'acquisto dei crediti oggetto di cessione emette titoli obbligazionari che vengono acquistati da parte della stessa banca che ha ceduto il pool di attivi, successivamente quest'ultima utilizza questi titoli ABS come garanzia da presentare alla BCE per ottenere nuovi fondi. I titoli ABS sono diventati l'asset class più importante nella composizione del collateral con un'incidenza passata dal 4% nel 2004, all'11% nel 2006, 18% nel 2007, 28% nel 2008, 23% nel 2009 e 24% nel 2010.

Le cartolarizzazioni in Italia

La tecnica della cartolarizzazione del credito è stata introdotta nel Nostro Paese con la legge n. 130 del 30 aprile 1999. L'Italia è stato un tra i maggiori paesi per numero di operazioni di cartolarizzazione del credito realizzate e le banche sono state tra i maggiori originator. Riguardo al mercato italiano delle cartolarizzazioni è importante citare uno studio condotto da Agostino M., Mazzuca M. e Trivieri F. dal titolo "Cartolarizzazioni e competizione nel settore bancario italiano. Un'analisi empirica". Obiettivo del lavoro è legato alla valutazione di un incremento di competitività per le banche che cartolarizzano rispetto a quelle che invece non cartolarizzano, in quanto gli obiettivi della cartolarizzazione sono diversi (maggiore liquidità, benefici economico-patrimoniali e benefici in termini di potenzialità commerciali), tali benefici possono comportare un aumento di competitività per le banche facenti uso della tecnica di securitization. Il campione utilizzato dallo studio comprende tutte le banche spa e popolari attive in Italia tra il 2000 e il 2006. Tralasciando i particolari dello studio econometrico l'ipotesi alla base del modello è supportata.

Un altro importante studio è quello dal titolo "La cartolarizzazione non è così male dopo tutto", svolto da Banca d'Italia e condotto con l'obiettivo di analizzare il mercato italiano dei mutui e ha dimostrato che, diversamente dal caso statunitense, il processo di cartolarizzazione nel Nostro Paese non ha comportato una riduzione

della qualità dei prestiti bancari, al contrario, i mutui cartolarizzati hanno presentato in media una minore percentuale di insolvenza. L'analisi si è basata sia sulle caratteristiche dei mutui che sulle politiche delle banche in tema di erogazione del credito, ma anche sulle caratteristiche proprie delle operazioni di securitization, ovvero sulla struttura di seniority tra le tranches emesse e la percentuale di rischio trattenuta dalla banca originator. La ricerca ha mostrato che i mutui cartolarizzati dalle banche italiane sono caratterizzati da minore opacità rispetto a quelli oggetto della medesima operazione in altri paesi.

Il caso MPS

Il caso oggetto di studio è Siena 2010/7 di Banca Monte dei Paschi di Siena. Perché è stato scelto proprio questo caso? Si tratta della prima cartolarizzazione in Europa successiva alle turbolenze finanziarie del 2007, infatti nessuna banca italiana e in generale del Sud Europa aveva più cartolarizzato mutui e venduto titoli ABS dall'inizio della crisi finanziaria. Il blocco del mercato delle cartolarizzazioni era iniziato nel 2007 perché a far scoppiare la crisi erano state proprio le cartolarizzazioni americane. L'obiettivo era quello di "riaprire un mercato perché le cartolarizzazioni sono un'importante forma di finanziamento per le banche", queste sono le parole di Massimo Molinari, responsabile dell'area tesoreria del Montepaschi. Oggetto del caso in questione è la securitization di mutui "prime" originati da Banca MPS con conseguente emissione di 3479,5 milioni di euro di titoli RMBS. L'operazione ha previsto l'emissione di 5 tranches di titoli, di cui solo le prime due destinate al pubblico degli investitori, mentre le altre sono state trattenute dal soggetto originator, il quale ha svolto il ruolo di servicer in modo da confermare il proprio rapporto con la clientela (debitori ceduti). L'analisi del merito creditizio relativo ai titoli RMBS è stata svolta da due società di rating: Fitch e Moody's.

Si può dunque concludere affermando che in Italia e in generale in Europa, il mercato delle cartolarizzazioni ha subito un blocco nel periodo immediatamente successivo alla crisi finanziaria del 2007, per poi riprendere la propria attività e, da come si evince dai dati delle statistiche riportate, le percentuali di insolvenza relative al sottostante non hanno superato le insolvenze precedenti alle turbolenze

finanziarie del 2007. Ciò in quanto in Europa, i mutui oggetto dell'operazione sono stati per lo più prestiti performing anziché bad loans.

Bibliografia

Advisory and Finance S.A. (2011), "L'auocartolarizzazione", presentazione

Affinito M. e Tagliaferri E. (2010), "Whi do (or did?) banks securitize their loans? Evidence from Italy", Temi di discussion, Banca d'Italia

Agostino M. e Mazzuca M. (2008), "Why do banks securitize? The case of Italy", Università della Calabria

Agostino M. , Mazzuca M. e Trivieri F. (2011), "Cartolarizzazioni e competizione nel settore bancario italiano. Un'analisi empirica", Studi e note di Economia Anno XVI, n.1 pagg. 61-82, GruppoMontepaschi

Albertazzi U., Eramo G., Gambacorta L. e Salleo C. (2011), "Securitization is not that evil after all", Temi di discussione, Banca d'Italia

Ashcraft A. e Schuermann T. (2008), "Understanding the securitization of subprime meltdown credit", Foundations and trends in finance 2, n.3

Banca d'Italia (2011), "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche", settimo aggiornamento del 28 gennaio 2011, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006

Berger A. e Udell G. (1993), "Securitization, risk and liquidity problems in banking", in "Structural change in banking", New York University Press

BIS- Bank for International Settlements (2010), "Basilea 3-Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità", Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

BIS-Bank for International Settlements (2011), "Basilea3- Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari", Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

BCE- Banca Centrale Europea (2011), "The implementation of monetary policy in the Euro area", General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures

BCE-Banca Centrale Europea (2012), "The implementation of monetary policy in the Euro area", General documentation on eurosystem monetary policy instruments and procedures

BCE-Banca Centrale Europea (2011), Bollettino mensile Agosto 2011, "Assicurare l'adeguatezza delle statistiche monetarie e finanziarie della BCE"

BCE-Banca Centrale Europea (2012), Bollettino mensile Giugno 2012

Board of governors of the Federal Reserve System, Federal deposit insurance corporation, Office of the comptroller of the currency, Office of thrift supervision (1999), "Intergency guidance on subprime lending"

Cagan C. (2007), "Mortgage payment reset", presentation at the real estate research council of Southern California

Capriglione F. (2010), "L'ordinamento finanziario italiano", seconda edizione, CEDAM

Crockett A. (2008), "Special issue liquidity", Financial stability review n.11, Banque de France

Dell'Araccia G., Igan D. e Laeven L. (2009), "Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market", European banking center discussion paper n. 2009-14S

De Marzo P. e Duffie D. (1999), "A liquidity based model of security design", Econometrica

Di Cesare A. (2009), "Securitization and bank stability", Banca d'Italia

Draghi M. (2008), "Banks and markets: lessons from the crisis", Speech of the Governor of the Bank of Italy at Foreign bankers`Association, The Netherlands

Ferri G. (1998), "La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese italiane", Studi e note di economia n.3

FSF-Financial Stability Forum (2008), "Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari", Rapporto del Financial Stability Forum

Gualandri E., Landi A. e Venturelli V. (2009), " Financial crisis and new dimensions of liquidity risk: rethinking prudential regulation and supervision", Journal of money, investment and banking

Hansel Dennis N. e Krahn Jan-Pieter (2007), "Does credit securitization reduce bank risk? Evidence from the European CDO market"

Levitin Adam J., Pavlov Andrey D. e Wachter Susan M. (2009), "Securitization: cause or remedy of the financial crisis?", Georgetown University Law Center Business, Economics and Regulatory Policy Working Paper Series, Research Paper N. 1462895

Loutskina E. (2010), "The role of securitization in bank liquidity and funding management"

Martin J. (2009), "A primer on the role of securitization in the credit market crisis of 2007)

Martin-Oliver A. e Saurina J. (2007), "Why do banks securitize assets?", Banco de Espana

McCoy P., Pavlov A. e Wachter S. (2009), "Systemic risk through securitization: the result of deregulation and regulatory failure", Connecticut law review, volume 41 n. 4

Messina P. (2009), "Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell`economia", G. Giappichelli editore-Torino

Mian A. e Sufi A. (2008), "The consequences of mortgage credit expansion: evidence from the U.S. mortgage default crisis"

Mieli S. (2009), *“La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane”*, Intervento di Stefano Mieli Direttore Centrale per la Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Convegno Scuola di Polizia Tributaria della Guardia di Finanza *“Mercati finanziari: profili civilistici, contabili e fiscali”*

Mieli S. (2009), *“Crisi finanziaria e azione di vigilanza: gli scenari evoluti”*, atti di convegno ABI 2009: *“Basilea 2 e la crisi finanziaria”*, Banca d'Italia

Mieli S. (2010), *“Banca, rischio, vigilanza; riflessioni alla luce della crisi”*, intervento presso Università di Macerata Fondazione *“Angelo Colocci”*

Minsky H. (1985), *“L'ipotesi dell'instabilità finanziaria: i processi capitalistici e il comportamento dell'economia”*, *Le crisi finanziarie*, Bologna, Il Mulino

Molinari M. (2011), *“Cartolarizzazione e covered bond: punti di contatto e differenze”*, presentazione

Monti E. (2009), *“Manuale di finanza per l'impresa”*, seconda edizione, isedi editore

Monti E. (2010), *“La finanza strutturata: prospettive dopo la crisi”*

Pennacchi, George G. (1988), *“Loan sales and the cost of bank capital”*, *Journal of finance*, American finance association, volume 43

Purnanandam A. (2010), *“Originate to distribute model and the subprime mortgage crisis”*

Sarkisyan A., Casu B., Clare A. e Thomas S. (2010), *“Securitization and bank performance: some empirical evidence on US commercial banks”*, *Bancaria Special Issue n.3*

Saunders A., Million Cornett M. e Anolli M. (2008), *“Economia degli intermediari finanziari”*, seconda edizione, McGraw-Hill

Schwarcz S. (2009), *“The future of securitization”*, *Connecticut law review*, volume 41 n. 4

Siena mortgages 2010-7

Siena mortgages 10-7, Moody`s Investors service

Siena mortgages 10-7 s.r.l., Fitch Ratings

Silipo D. (2009), "Minsky e la crisi finanziaria"

Stein J. (2002), "Information production and capital allocation: decentralized versus hierarchical firms", Journal of finance, American finance association, volume 57

Rosen R. (2011), "The impact of the originate to distribute model on banks before and during the financial crisis"

Visco I. (2010), "Banca, regole e vigilanza dopo la crisi", atti di convegno su "Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contesto di sana concorrenza", Banca d'Italia

Tarantola A.M. (2007), "Banche e imprese: opportunità e sfide alla luce di Basilea 2", atti di convegno Seminario Cesifin, "Banca e impresa. Nuovi scenari, nuove prospettive.", Banca d'Italia

Wray Randall L. (2007), "Lessons from the subprime meltdown", The levy

www.sole24ore.it

www.ecb.eu

www.securitization.it

www.mps.it

