



QUÆSTIO
CAPITAL MANAGEMENT

Quaestio Capital Management SGR S.p.A.

Presentazione Fondo Atlante

29 Aprile 2016

- A. I Fatti
- B. La Questione Bancaria
- C. Le Banche – Come si Intende Operare
- D. Il Mercato degli *NPLs* in Italia
- E. *NPLs* – Come si Intende Operare
- F. Conclusioni

Appendice – Quaestio

A. I FATTI

- Fondo di diritto italiano, di tipo alternativo mobiliare chiuso (“a richiamo”), riservato ad investitori professionali.
- Dimensioni del Fondo*: € 4,249,000,000.
- Investitori*: 67 Istituzioni italiane ed estere, che includono banche, società di assicurazioni, Fondazioni bancarie e Cassa Depositi e Prestiti.
- Quota del singolo partecipante in nessun caso superiore al 20% delle dimensioni del Fondo.
- *Closing* del Fondo: 29 Aprile 2016.
- Durata 5 anni, più tre anni rinnovabili di anno in anno.
- Periodo di investimento di 18 mesi, estendibile per altri 6 mesi per concludere operazioni già in corso.
- Leva massima del Fondo 110% (metodo degli impegni) per soddisfare temporanee esigenze di liquidità.
- NAV semestrale.
- Gestore: Quaestio Capital Management SGR S.p.A.: commissione 0.07% per anno.
- Banca Depositaria: RBC Investor Services Bank S.A. (succursale di Milano): commissione 0.0125% per anno.
- Revisione Contabile: PriceWaterhouseCoopers.
- Valutatore dei Beni: Deloitte & Touche.

A. Fino al 70% del Fondo: può investire in banche con *ratio* patrimoniali inferiori ai minimi stabiliti nell'ambito dello SREP e che quindi realizzino, su richiesta dell'Autorità di Vigilanza, interventi di rafforzamento patrimoniale mediante aumento di capitale:

- mediante sottoscrizioni di azioni in offerte al mercato, tramite accordi con uno o più membri del consorzio di collocamento o *private placement* dedicati al Fondo o co-investimenti;
- il Fondo non sottoscrive più del 75% della singola emissione, a meno che la sottoscrizione di una quota maggiore sia necessaria ai fini del buon esito dell'operazione;
- sono possibili ulteriori investimenti in aumenti di capitale delle banche in portafoglio - se richiesti dalle Autorità di Vigilanza - fino al 30 Giugno 2019 salvo che tali investimenti non facciano superare al Fondo il limite massimo di 70% investibile in azioni bancarie e a condizione che residuino impegni di sottoscrizione ancora «tirabili»;
- sono preclusi investimenti che comportino l'obbligo di OPA.

B. Almeno il 30% del Fondo: sarà investito in *Non Performing Loans (NPLs)* di una pluralità di banche italiane, anche garantiti da *asset* tramite:

- *tranche junior*, occasionalmente *mezzanine*, in cartolarizzazioni di *NPLs* anche con forme di co-investimento;
- veicoli creati *ad hoc* (*SPV*), inclusi fondi di investimento aventi come sottostanti *NPLs*;
- beni mobiliari, immobiliari o altri diritti (anche non posti a garanzia) per operazioni di valorizzazione di *NPLs*;
- dopo il 30 Giugno 2017 tutta la quota del Fondo non investita in banche potrà essere investita in *NPLs*.

Obiettivo Finanziario del Fondo: rendimento circa del 6% per anno.

Orizzonte temporale di investimento: medio-lungo termine, comunque entro la durata del Fondo di 5 anni estendibile per altri tre anni di anno in anno.

Partecipazioni Azionarie:

- il Fondo non esercita attività di direzione e coordinamento sulle le banche in cui partecipa;
- possibilità di effettuare operazioni in *partnership* o co-investimento con altri investitori di qualsiasi tipo.

Non Performing Loans:

- prevalentemente *junior tranche* con *IRR* inferiore a quello richiesto tradizionalmente da investitori specializzati ma comunque adeguato e coerente con quello di un titolo con *rating* medio di circa B.
- A titolo di esempio si segnala, inoltre, che l'*IRR* mediano netto realizzato dagli investitori di circa 14,000 fondi specializzati in *distressed debt* risulta pari a 12.2%*, equivalente a circa 16% - 18% al lordo delle *fee*.
- A titolo di esempio si riportano i rendimenti dei seguenti indici** *corporate bond High Yield*:
 - Indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield BB (YTM): 3.15%
 - Indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield B (YTM): 6.23%
 - Indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield CCC and Lower (YTM): 18.98%

(*): fonte Preqin(2016).

(**): dati al 27 Aprile 2016, fonte: Factset Research Systems.

Principio fondamentale del Fondo è l'indipendenza del management dell'SGR da azionisti ed investitori.

- Le decisioni di investimento prese dalla SGR per il Fondo sono soggette a parere preventivo non vincolante del Comitato degli Investitori (il "Comitato").
- La SGR è dotata di procedure finalizzate a prevenire il sorgere di conflitti di interesse, gestire in maniera adeguata le operazioni con parti correlate e garantire la massima trasparenza del processo di investimento.
- Il Comitato si compone di nove membri ed è eletto dall'Assemblea degli Investitori con il meccanismo del voto di lista.
- L'indipendenza delle decisioni della SGR è oggetto di continuo monitoraggio da parte della BCE.

Governance delle partecipazioni rilevanti del Fondo:

- la SGR voterà sulla nomina degli amministratori nelle assemblee delle banche partecipate dal Fondo, attenendosi a stringenti requisiti di indipendenza;
- la SGR non esercita direzione e coordinamento sulle banche, né le sottopone a direzione unitaria;
- la SGR non interviene nella gestione ordinaria della banca.

11 Aprile	Presentazione del progetto agli investitori e annuncio del lancio del Fondo.
12 Aprile	Fondo istituito dalla SGR, che ne ha approvato il <i>Regolamento</i> di gestione.
18 Aprile	Firma dell'accordo di <i>sub-underwriting</i> con Unicredit per Banca Popolare di Vicenza (BPVi).
20 Aprile	Autorizzazione Consob per la Commercializzazione del Fondo.
21 Aprile	Annuncio del raggiungimento della soglia minima dei € 4 mld e avvio del Fondo.
25 Aprile	Estensione dell'accordo di <i>sub-underwriting</i> con Unicredit al caso di mancata quotazione di BPVi.
25 Aprile	Autorizzazione BCE / Banca d'Italia all'acquisto di partecipazione rilevante in BPVi.
29 Aprile	Closing del Fondo. Il Fondo potrebbe essere riaperto successivamente con la modifica del <i>Regolamento</i> che richiede l'assenso del 66.6% delle quote.
16 Maggio	Convocazione della prima Assemblea degli Investitori e nomina del Comitato Investitori.
17 Maggio	Prima convocazione del Comitato Investitori.
Mag 2016 - Giu 2017	Massimo 30% investibile in <i>NPLs</i> . Il resto rimane al servizio di investimenti <i>Equity</i> che soddisfino i requisiti come da <i>Regolamento</i> del Fondo.
Giu 2017 - Nov 2017	Quota rimanente del <i>Periodo di Investimento</i> durante la quale gli impegni possono essere liberamente utilizzati in accordo con il <i>Regolamento</i> del Fondo, di cui almeno 30% da investire in <i>NPLs</i> .
Nov 2017 - Mag 2018	Il <i>Periodo di Investimento</i> è terminato, ma è possibile portare a termine operazioni già avviate durante il <i>Periodo di Investimento</i> .
Fino al 30 Giu 2019	Il Fondo può partecipare ad aumenti di capitale di Banche già in portafoglio che siano stati richiesti dalle Autorità di Vigilanza, nel limite del 70% degli <i>asset</i> totali del Fondo.
Fino al 29 Apr 2021	Il Fondo può compiere solamente Operazioni di Disinvestimento.
Dopo il 29 Apr 2021	Il Fondo può essere prorogato di anno in anno per tre anni con il voto favorevole del 66.6% degli <i>asset</i> rappresentati nell'Assemblea degli Azionisti.

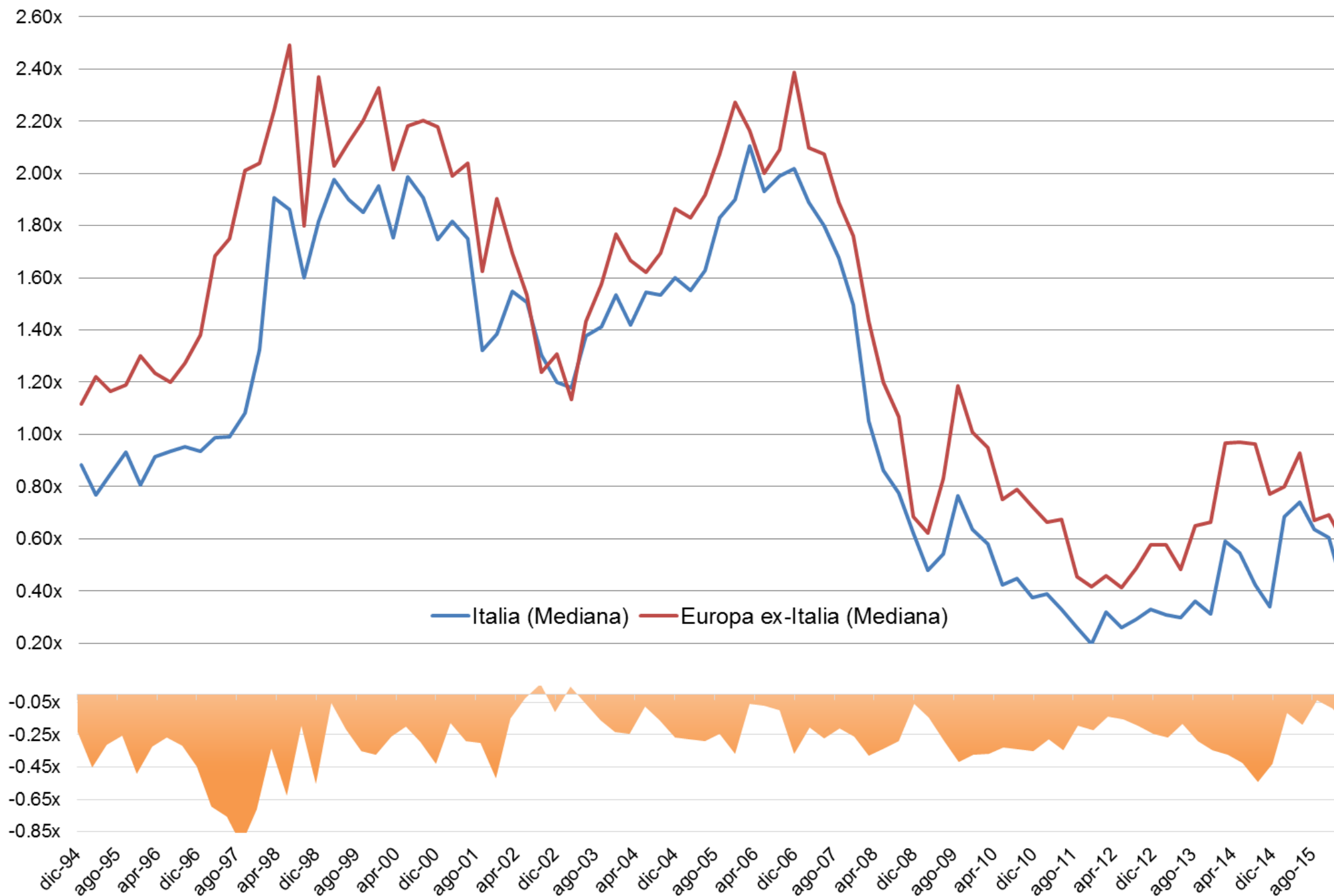
B. LA QUESTIONE BANCARIA

La Questione Bancaria

Multipli delle Banche Italiane ed Europee a Confronto

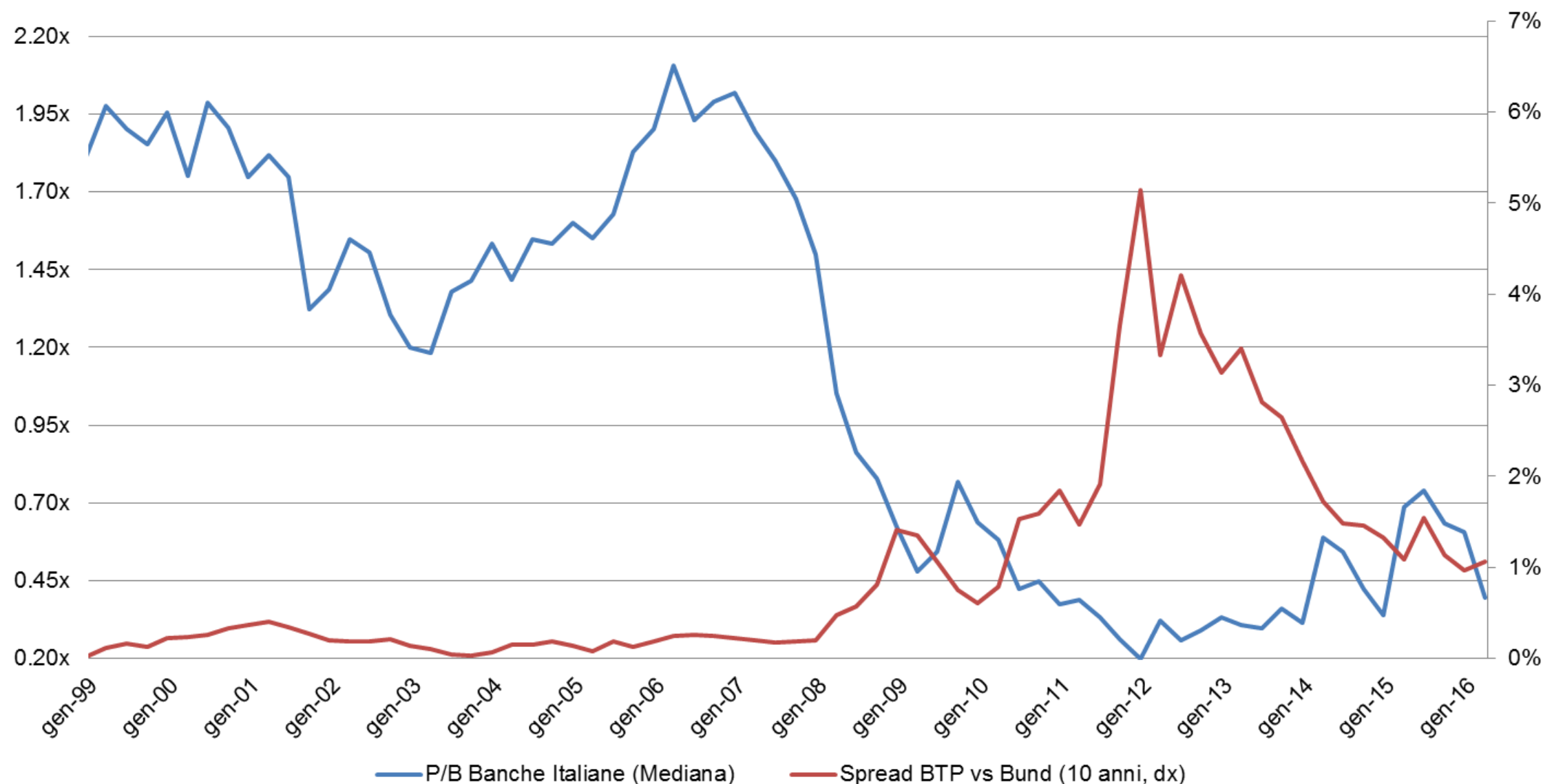
Andamento *Price/Book Value*

Da Dicembre 1994 a Marzo 2016



Andamento *Price/Book Value ratio* vs *Spread BTP-Bund*

Da Gennaio 1999 a Marzo 2016



La Questione Bancaria

Sconto delle Banche Italiane ed Europee a Confronto

- Sconto delle Banche Italiane rispetto al *Tangible Book Value* al confronto con l'Europa:

RANKING	BANCA	PAESE	PRICE/ TANGIBLE BOOK VALUE
1	CYBG	GB	1.91x
2	Ringkjoebing Landbobank	DK	1.91x
3	Banque Cantonale Vaudoise	CH	1.76x
4	Bankinter	ES	1.73x
5	Swedbank	SE	1.72x
6	Svenska Handelsbanken	SE	1.71x
7	Skandinaviska Enskilda	SE	1.41x
8	KBC Groupe	BE	1.40x
9	Nordea Bank	SE	1.27x
10	UBS	CH	1.25x
11	Danske Bank	DK	1.22x
12	Sydbank	DK	1.19x
13	Erste Group Bank	AT	1.17x
14	BBVA	ES	1.13x
15	ABN AMRO	NL	1.11x
16	St.Galler Kantonalbank	CH	1.10x
17	Banco Santander	ES	1.09x
18	Bank of Ireland	IE	1.07x
19	Credito Emiliano	IT	1.02x
20	Intesa Sanpaolo	IT	1.02x
21	HSBC Holdings	GB	0.92x
22	Banco de Sabadell	ES	0.90x
23	BNP Paribas	FR	0.87x
24	Bankia	ES	0.83x
25	Valiant Holding	CH	0.82x

RANKING	BANCA	PAESE	PRICE/ TANGIBLE BOOK VALUE
26	CaixaBank	ES	0.81x
27	Credit Agricole	FR	0.77x
28	Credit Suisse Group	CH	0.75x
29	Royal Bank of Scotland	GB	0.72x
30	Standard Chartered	GB	0.67x
31	BPM	IT	0.65x
32	Société Générale	FR	0.64x
33	Banca Pop. di Sondrio	IT	0.63x
34	Barclays	GB	0.62x
35	Raiffeisen Bank	AT	0.56x
36	BPER	IT	0.56x
37	Banco Popular Espanol	ES	0.55x
38	Banco Comercial Portugues	PT	0.52x
39	UniCredit	IT	0.51x
40	Deutsche Bank	DE	0.44x
41	UBI Banca	IT	0.42x
42	Alpha Bank	GR	0.40x
43	Commerzbank	DE	0.40x
44	National Bank of Greece	GR	0.39x
45	Eurobank Ergasias	GR	0.36x
46	Credito Valtellinese	IT	0.36x
47	Banco Popolare SC	IT	0.35x
48	Piraeus Bank	GR	0.30x
49	Banca CARIGE	IT	0.26x
50	Banca MPS	IT	0.22x

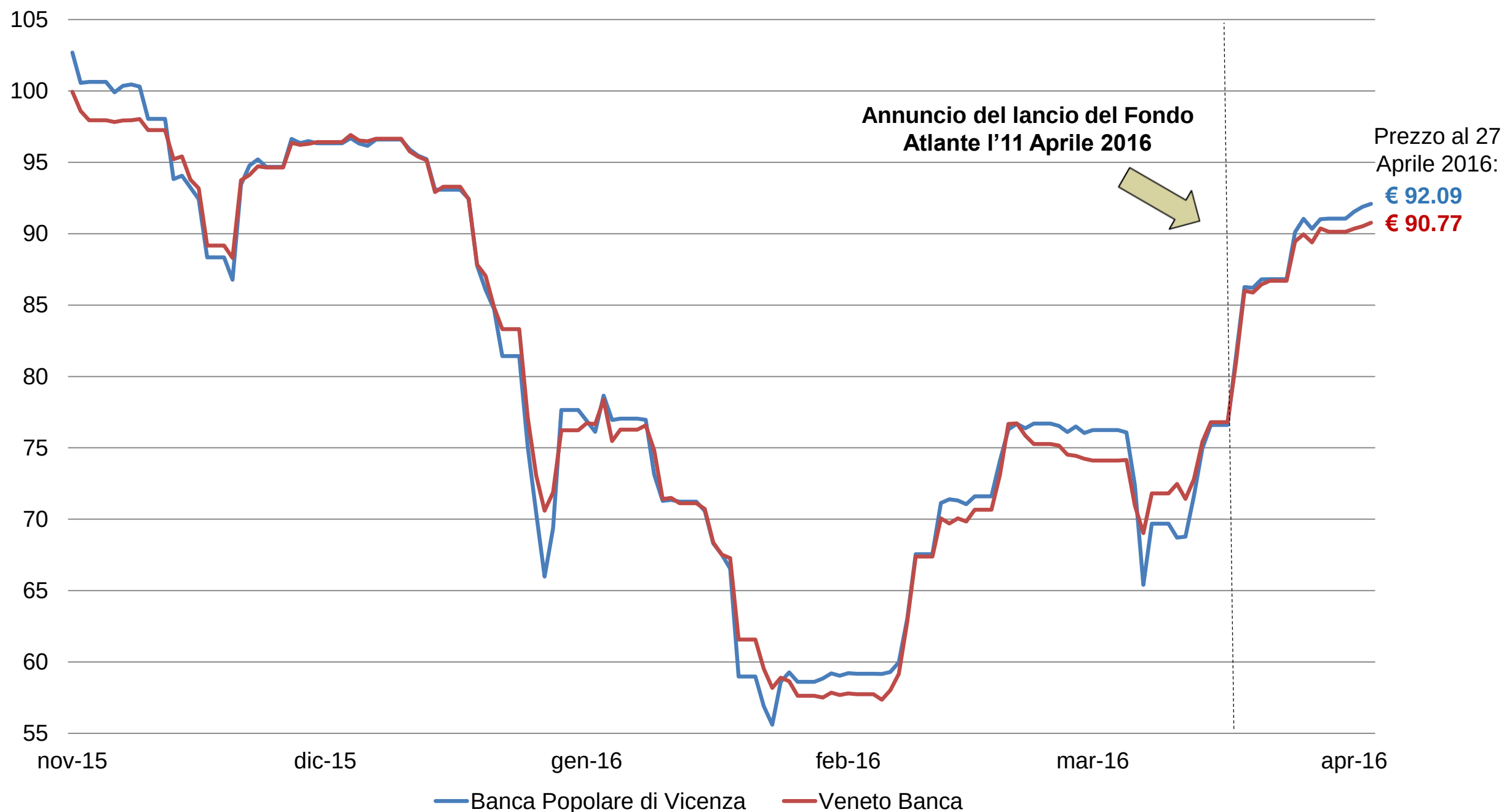
- La risoluzione delle quattro banche italiane avvenuta a fine 2015 è stato un evento inatteso per il mercato che ha introdotto un premio aggiuntivo per tutto il sistema bancario.
- Rischio che può autoalimentarsi: (1) bassi multipli di valutazione, (2) necessità di aumenti di capitale, (3) rischio che il mercato non li finanzia, (4) paura *bail-in*, (5) crisi di liquidità, (6) crisi di solvibilità.
- La **Teoria Comportamentale** spiega come il manifestarsi di un evento del tutto inatteso – che abbia probabilità di verificarsi prossime allo zero – provochi un repentino mutamento della percezione generale del rischio (*Herding Behaviour*).



EVENTO
INATTESO



Andamento dei Titoli Subordinati* di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca



C. LE BANCHE – COME SI INTENDE OPERARE

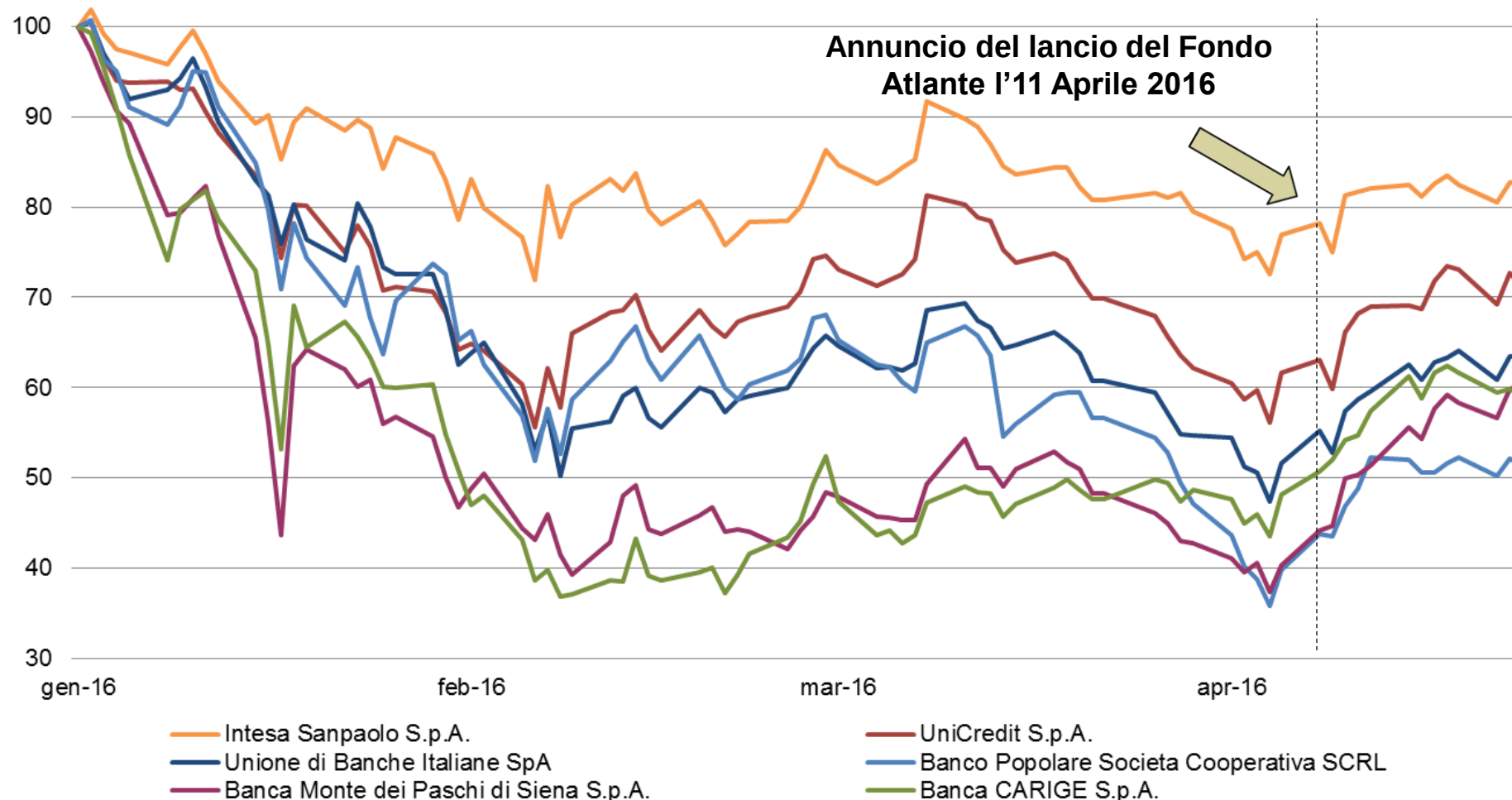
- Nell'immediato Atlante agisce da *back-stop facility*, eliminando l'eccesso di offerta rispetto alla domanda di azioni solo negli aumenti di capitale di banche in difficoltà patrimoniale.
- Non tutti gli aumenti di capitale si qualificano per un potenziale investimento del Fondo, ma solo quelli che il mercato da solo (con o senza consorzio di garanzia) non riesce ad assicurare e che potenzialmente possono comportare un rischio *bail-in* e/o quindi indurre un rischio di sistema.
- Il Fondo intende decidere e sostenere la ristrutturazione e il rilancio più efficace della banca come *anchor investor* che ha come unico obiettivo gli interessi degli investitori.
- Per gli aumenti di capitale (come anche per gli *NPLs*) il principio non è *first come first serve*, ma le valutazioni sono svolte unicamente sul merito dell'operazione, tenuto conto delle finalità del Fondo stabilite nel regolamento.
- Al fine di valorizzare la partecipazione e accelerarne la dismissione, il Fondo può stipulare *partnership* e/o co-investimenti con altri investitori e/o istituzioni finanziarie, nonché promuovere operazioni straordinarie.

- La SGR deve valutare e prendere le decisioni di investimento solo su base meritoria, nell'interesse esclusivo di tutti gli investitori, in conformità alle finalità del Fondo.
- L'investimento nel Fondo non dà diritto a trattamenti preferenziali durante il processo di valutazione degli investimenti.
- Al fine di valorizzare una partecipazione il Fondo potrà investire sia nell'*Equity* della banca che nella ristrutturazione degli *NPLs*.
- Nei casi di *partnership* o co-investimenti gli interessi del Fondo e degli altri *partner* devono essere allineati.
- Il Fondo mira a generare rendimenti interessanti per tutti gli Investitori Istituzionali che vi aderiscono, in un contesto quale quello attuale caratterizzato da bassi tassi d'interesse.
- Inoltre, il Fondo ha l'obiettivo di intervenire nelle situazioni critiche (aumenti di capitale, *NPLs*) che possono favorire un *re-rating* dell'intero settore bancario.
- Data la composizione degli investitori nel Fondo, la BCE effettuerà un monitoraggio continuo ed attento della *governance* della SGR, nonché dei pareri espressi dal Comitato degli Investitori, che verranno trasmessi alla BCE.

- La ristrutturazione / rilancio delle banche in cui il Fondo investe e la velocità di uscita sono la chiave del successo del Fondo.
- Il *re-rating* immediato dei titoli bancari che si verifica in seguito all'effetto annuncio riduce il rischio sistemico.
- Ma l'impatto di lungo periodo sulle valutazioni delle banche dipenderà dal successo della politica d'investimento.

Andamento delle principali Banche Italiane

Dal 04 Gennaio al 27 Aprile 2016



La *value proposition* di medio-lungo periodo dell'investimento nelle banche *target* si basa sui seguenti effetti attesi, come risultato del rafforzamento patrimoniale:

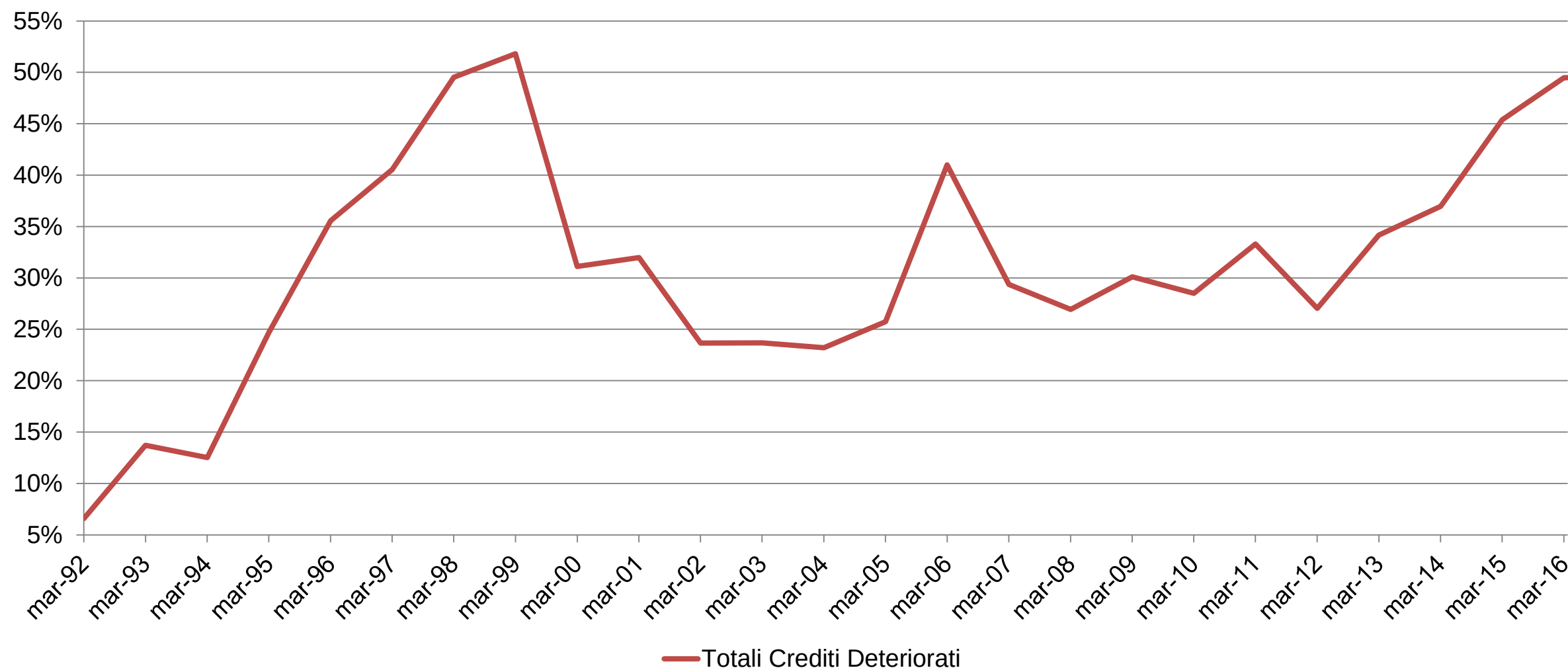
- investimenti in un'ottica di *Private Investment in Public Equity* in banche italiane caratterizzate da valutazione a forte sconto sul patrimonio netto rispetto ad uno scenario «normalizzato», con l'opportunità di beneficiare di un *re-rating* generale post operazioni di aumento di capitale, la cui esecuzione è garantita dall'intervento del Fondo, mitigando così il profilo di rischio delle stesse banche *target*;
- opportunità di *turnaround* commerciale e crescita organica sopra la media delle banche *target* in seguito alla ricapitalizzazione e al risultante incremento della stabilità delle banche nel loro complesso;
- atteso impatto positivo dall'esecuzione delle operazioni di aumento di capitale sulla fiducia da parte di clienti e investitori, che potrebbe risultare in un incremento della base depositi e dei flussi di raccolta del risparmio;
- opportunità della riduzione del costo della raccolta su tutte le fonti di *funding* per le banche *target*, con relativi benefici sul margine di interesse;
- possibilità di riaccedere al mercato dei capitali sulla base di una rafforzata posizione patrimoniale e una migliore *market perception* in termini di profilo di rischio;
- possibilità di rafforzare il profilo patrimoniale e migliorare il profilo di rischio/*asset quality* delle banche *target*;
- significativo potenziale di creazione di valore tramite operazioni di vendita o aggregazione con altre banche italiane risultanti dal conseguimento di sinergie.

D. IL MERCATO DEGLI *NPLs* IN ITALIA

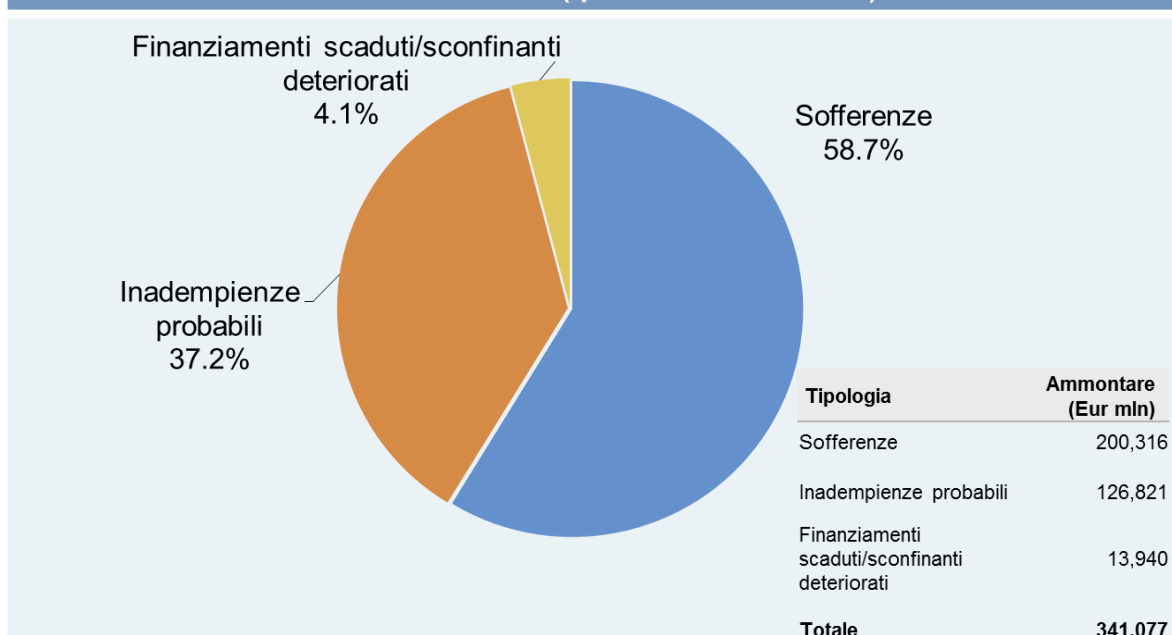
- Smaltimento degli *NPLs* troppo lento rispetto al resto d'Europa.
- Scopo del Fondo è quello di accorciare questi tempi.
- E' un maratona, non una corsa sui 100 metri.

Rapporto tra il Monte *NPLs* delle Banche Italiane e dell'Eurozona

Da Marzo 1992 a Aprile 2016

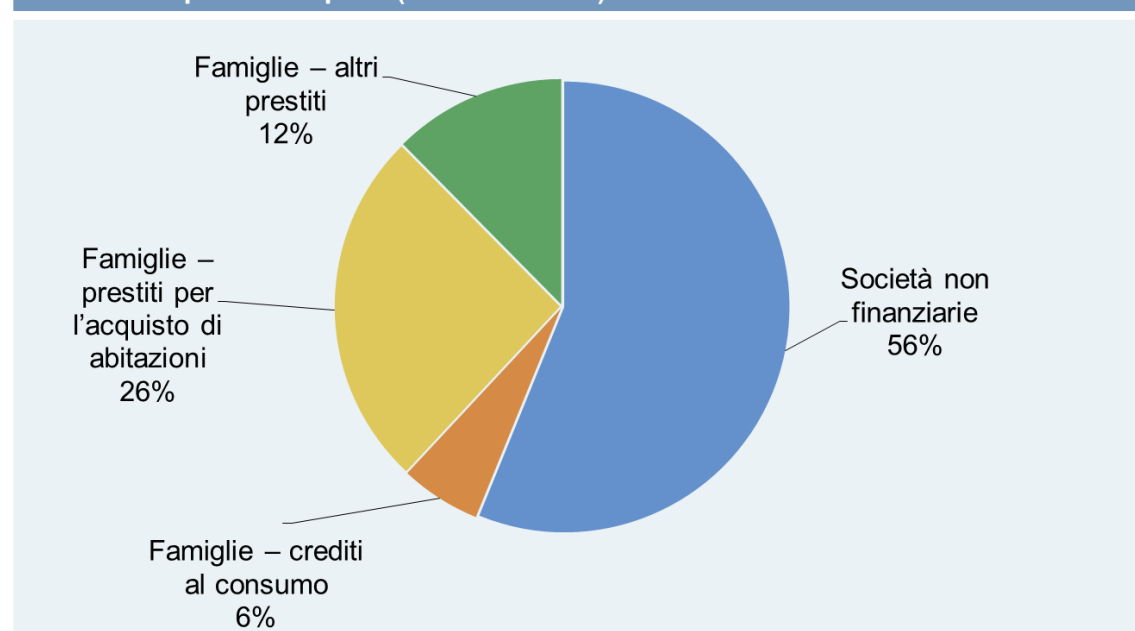


Finanziamenti deteriorati – breakdown (quarto trimestre 2015)



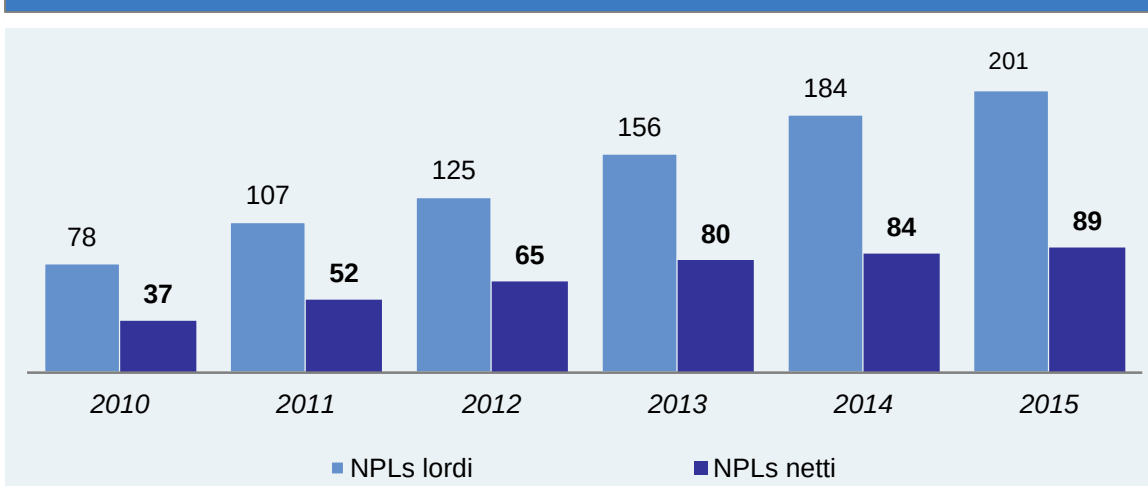
Fonte: Banca d'Italia, Bollettino Statistico, I trimestre 2016

Breakdown per controparti (Febbraio 2016)

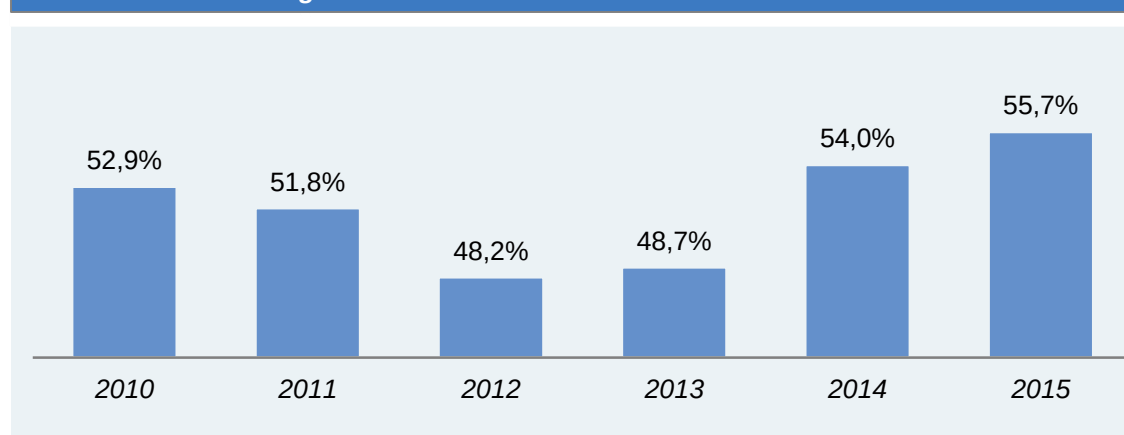


Fonte: Banca d'Italia, supplementi al Bollettino Statistico, 11 Aprile 2016 (Vengono esclusi i prestiti alle amministrazioni pubbliche e altri residenti)

Evoluzione Sofferenze lorde e nette



Evoluzione del *coverage ratio**



Dati in miliardi di Euro al 31 Dicembre 2015	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie	Società non finanziarie	Famiglie produttrici	Famiglie consumatrici
(a) Sofferenze lorde	0.22	3.53	157.60	15.78	34.94
(b) di cui: assistite da garanzie reali	0.08	1.85	69.59	7.96	21.00
Rapporto (b)/(a)	36.36%	52.45%	44.15%	50.43%	60.10%

Fonte: Bollettino Statistico Banca d'Italia (B4.10) - I Trimestre 2016

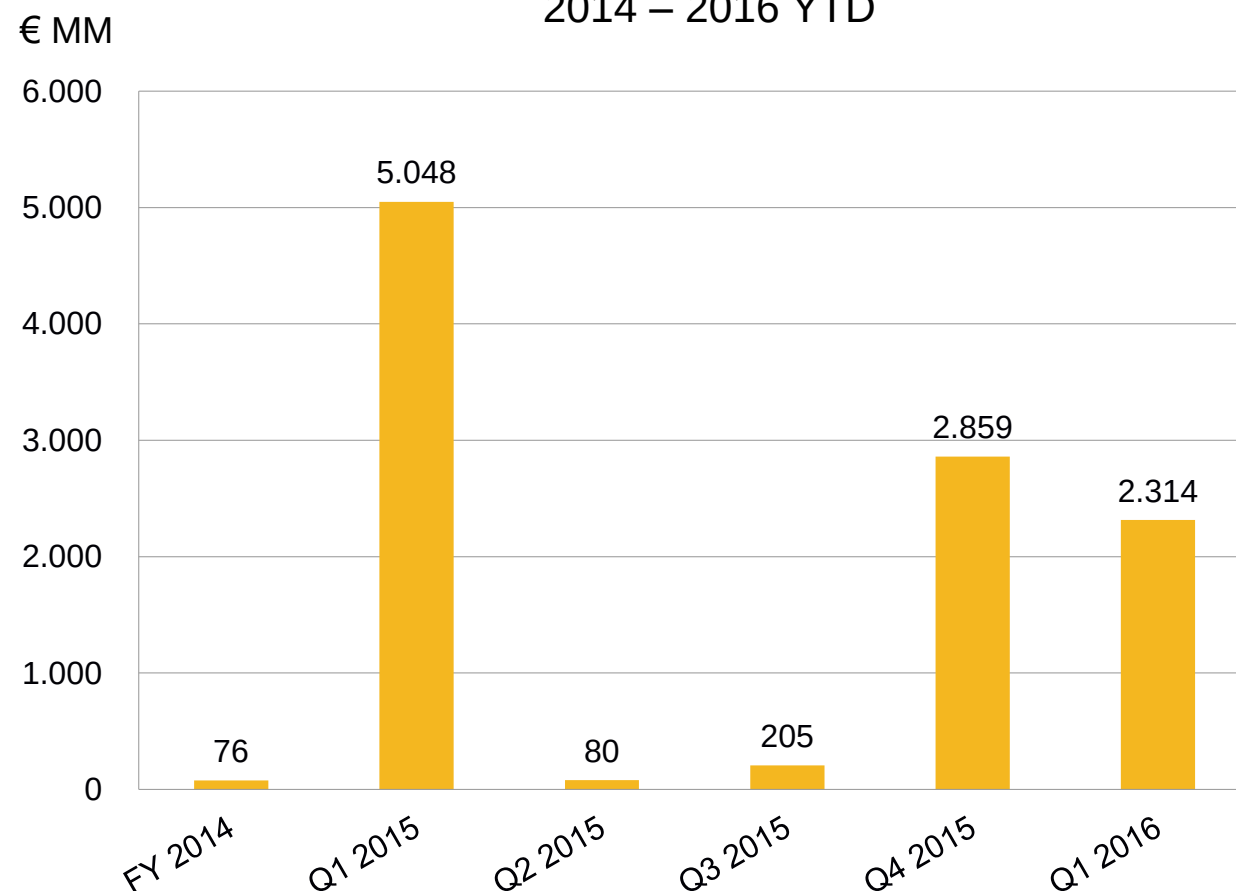
Fonte: Bollettino Statistico Banca d'Italia ed ABI Monthly Outlook.

(*): il *coverage ratio* è riferito alle sole sofferenze.

- La cessione degli *NPLs* in Italia resta contenuta: circa € 11 mld lordi di *NPLs* venduti in Italia tra il 2014 ed il 2016 YTD .

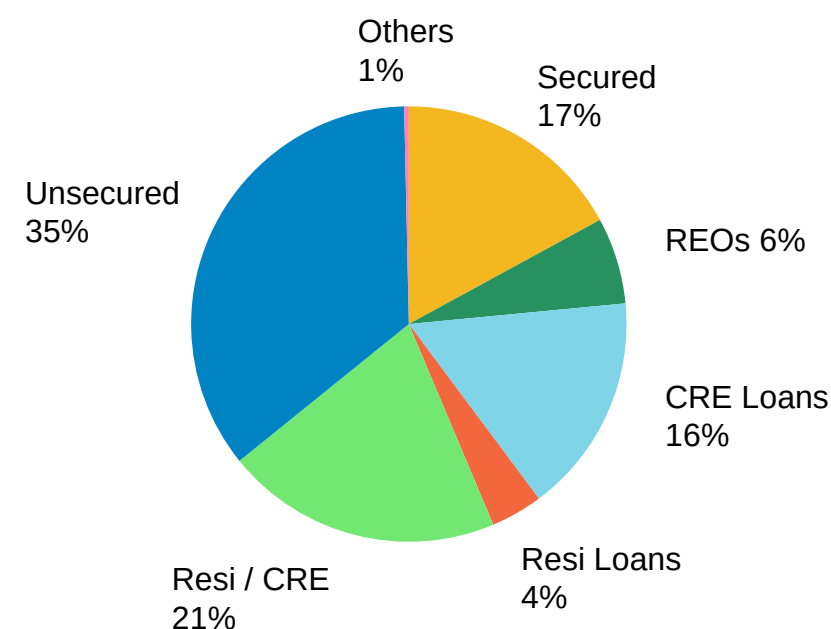
Italian Loan Sales

2014 – 2016 YTD



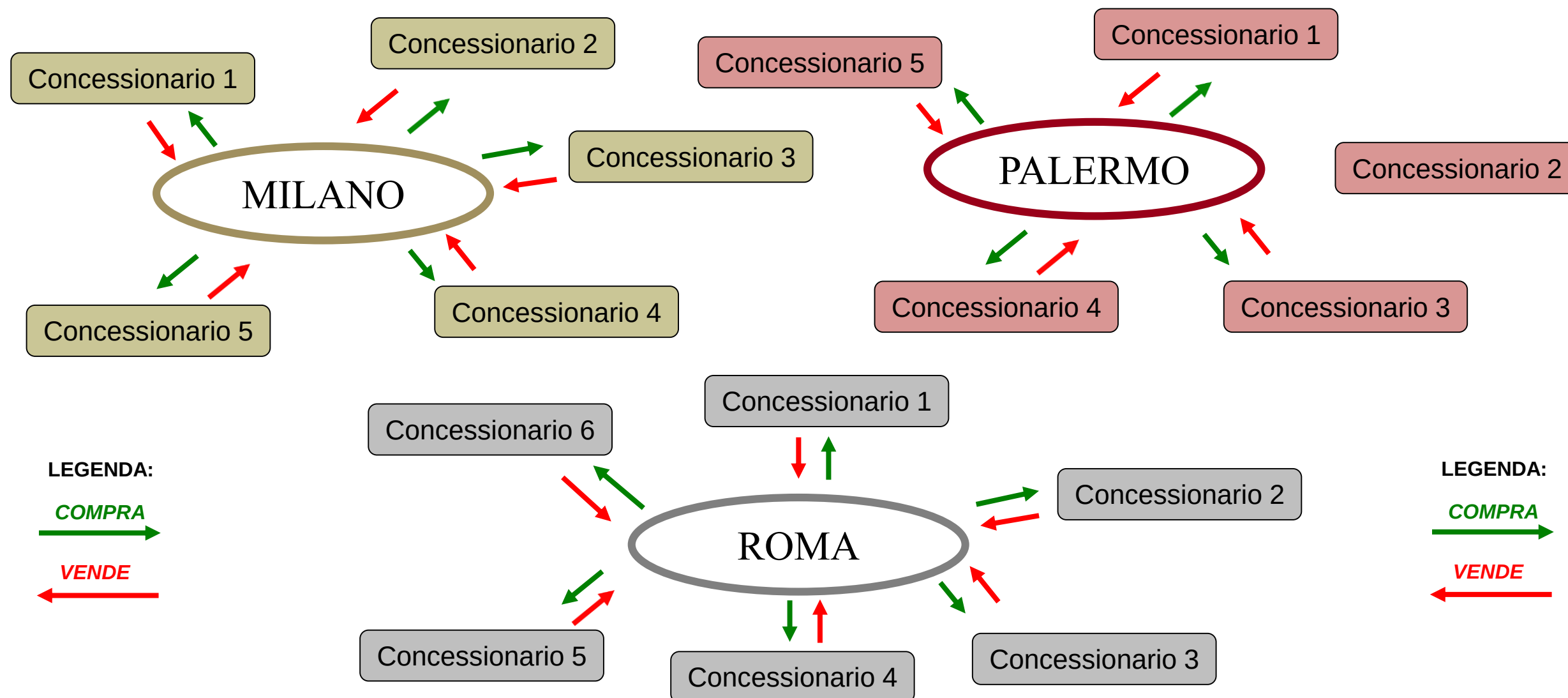
Italian Loan Sales by Type

2014 – 2016 YTD



Il problema del “prezzo di mercato” troppo basso.

Pomeriggio giorno X: 500 persone in Italia si recano nel concessionario più vicino a casa perché devono vendere la propria auto usata per contanti entro sera. I concessionari non hanno il tempo di mandare ciascun veicolo in officina prima di fare la propria offerta.



Il prezzo medio che le 500 persone riescono a ottenere per la propria auto **sarà di molto inferiore rispetto al prezzo a cui il concessionario le rivenderà.**

Pomeriggio giorno X: cosa succederebbe se invece si crea un sito *online* che funge da mercato unico in Italia?



Gli scambi avverrebbero ad un prezzo molto superiore:

- mercato efficiente diffonde le informazioni;
- incrocia domanda e offerta in luoghi diversi;
- abbatte i costi legati ad *information search*.

Non c'è mai un prezzo di mercato unico per le attività finanziarie.

In ogni transazione economica esistono sempre 2 prezzi diversi:

- **prezzo denaro** (*bid*, prezzo a cui si vende);
- **prezzo lettera** (*ask*, prezzo a cui si compra).

La differenza tra questi due prezzi (*spread bid/ask*) si manifesta in qualsiasi contrattazione e varia a seconda delle caratteristiche dell'oggetto della negoziazione.

Per esempio*:

- azione liquida: 0% - 1%
- *corporate bond* fino a € 200 mln: 2.5% - 5%
- *corporate bond HY* oltre € 200 mln: 5% - 10%
- azione illiquida: 10% - 20%
- *NPLs*: 30% - 50%

Il problema dei *Non Performing Loan* è quello di capire perché lo *spread bid/ask* sia così ampio e operare in varie direzioni per ridurlo.

I fattori che contribuiscono allo *spread bid/ask* degli *NPLs* sono:

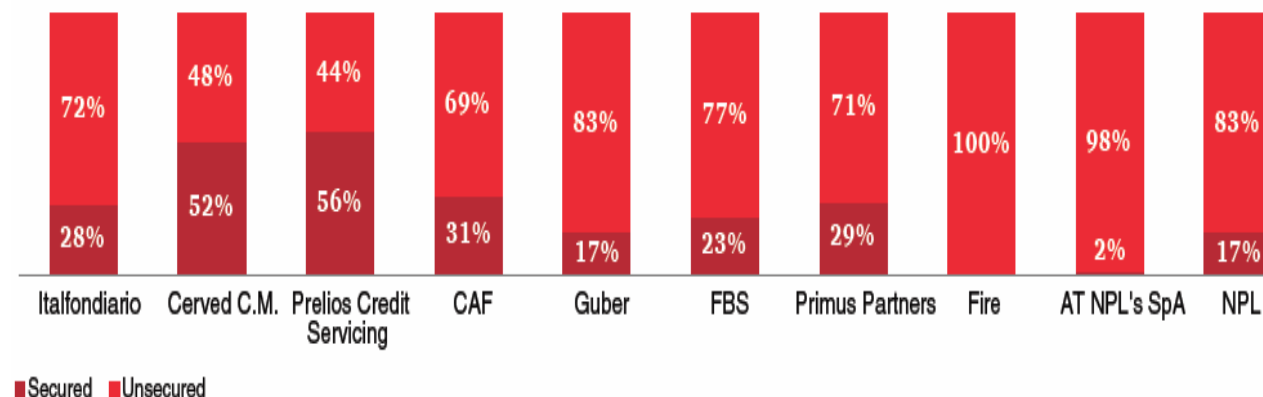
- ***Data quality***, inteso come il processo di archiviazione e mantenimento delle informazioni nelle banche dati.
- ***Servicing***, ovvero l'efficienza e il costo del servizio per il recupero crediti.
- ***Time to recovery***, il tempo impiegato per recuperarli.
- ***GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze)***, la possibilità di creare un moltiplicatore usando lo schema di garanzia.
- ***Condizioni del mercato***, andamento prospettico dell'economia e dei premi degli immobili.

A differenza di tutte le altre attività finanziarie gli *NPLs* non hanno *cash flow* propri. I *cash flow* coincidono con il credito recuperato, il cui valore è più difficile da valutare ed avviene con una tempistica incerta.

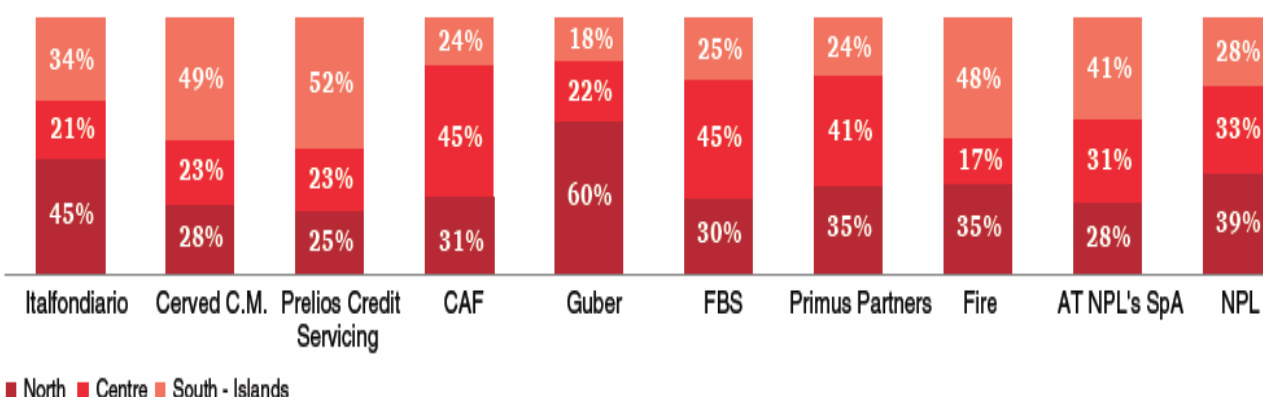
- **Data quality:** bassa visibilità dei singoli *NPLs*, dovuta alla mancanza di dati organizzati, omogenei, completi e disponibili in *database* delle banche.
- Il principale problema è che gli investitori non hanno dati chiari e organizzati in forma digitale per valutare in tempi brevi i portafogli di *NPLs*.
- In molti casi la documentazione relativa agli *NPLs* è ancora:
 - in formato cartaceo,
 - incompleta,
 - su piattaforme incompatibili con quelle del *servicer* esterno,
 - non facilmente reperibile.
- Mancanza di serie storiche e dati accurati sui tempi di recupero per le varie procedure e per distretti/tribunali.
- Mancanza di serie storiche e dati sull'attività di *servicing* per il processo di *rating* da parte delle agenzie.
- Le società di *rating* verificano la discrepanza tra i piani di recupero dei crediti e i tempi obiettivi di recupero.

- **Servicing:** frammentazione del mercato, scarse competenze, mancanza di massa critica, poca efficienza nei processi di recupero.
- Alcune banche hanno *servicing team* interni con competenze non elevate e mancanza di tecnologia e di massa critica, altre si avvalgono di *servicer* indipendenti.
- Non tutti i *servicer* fanno tutto: i *servicer* indipendenti sono focalizzati su particolari segmenti di *NPLs* e/o più attivi in certe aree geografiche.
- I costi di *servicing* risultano più elevati rispetto ad un mercato composto da operatori efficienti con una massa critica adeguata (i.e. staff, servizi, capacità contrattuale, legali, *Information Technology*).
- I tempi di recupero ed i *Recovery Rate* sono fortemente influenzati dalla qualità del *servicer*.

Tipi di NPLs Gestiti (% del valore nominale)

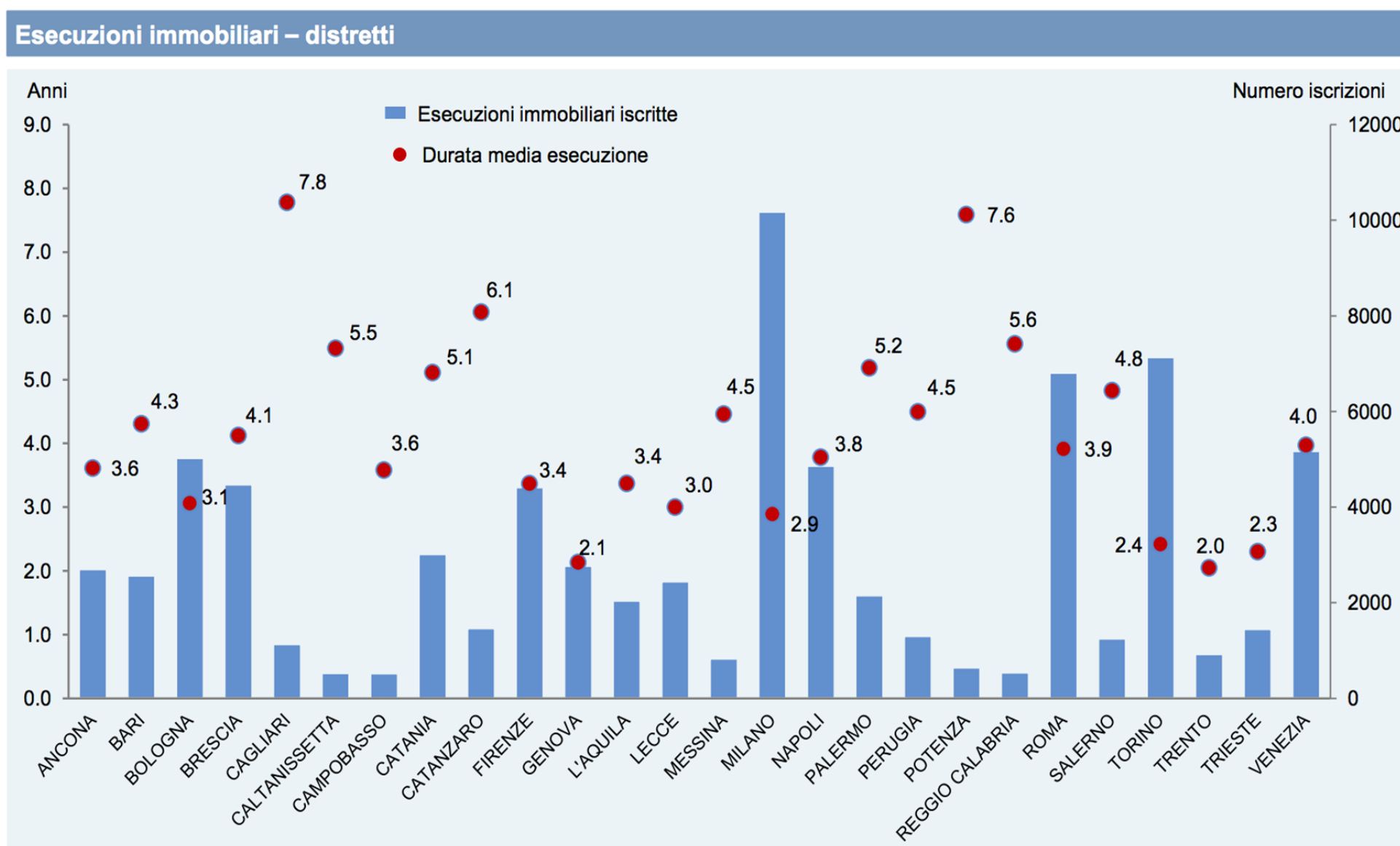


Esposizione Geografica NPLs Gestiti (% del valore nominale)



GRUPPO BANCARIO	STRUTTURE DI SERVICING
Gruppo 1	<i>Servicer 1 + Servicer 2</i>
Gruppo 2	<i>In house</i>
Gruppo 3	<i>In house</i>
Gruppo 4	<i>In house</i>
Gruppo 5	<i>Servicer 2</i>
Gruppo 6	<i>Servicer 1 + Servicer 2</i>
Gruppo 7	<i>Servicer 1 + Servicer 2</i>
Gruppo 8	<i>In house + Servicer 1 + ... + Servicer 6</i>

- **Time to Recovery:** incertezza sul tempo di recupero e ampia divergenza tra vari procedimenti e tra diversi tribunali.
- Gli investitori devono fare varie ipotesi tra i vari procedimenti e stimare i tempi di recupero.
- Pochi operatori di mercato hanno accesso ad una base dati sufficientemente dettagliata da consentire una previsione accurata dei potenziali *cash flow* futuri derivanti da ogni *NPL*.



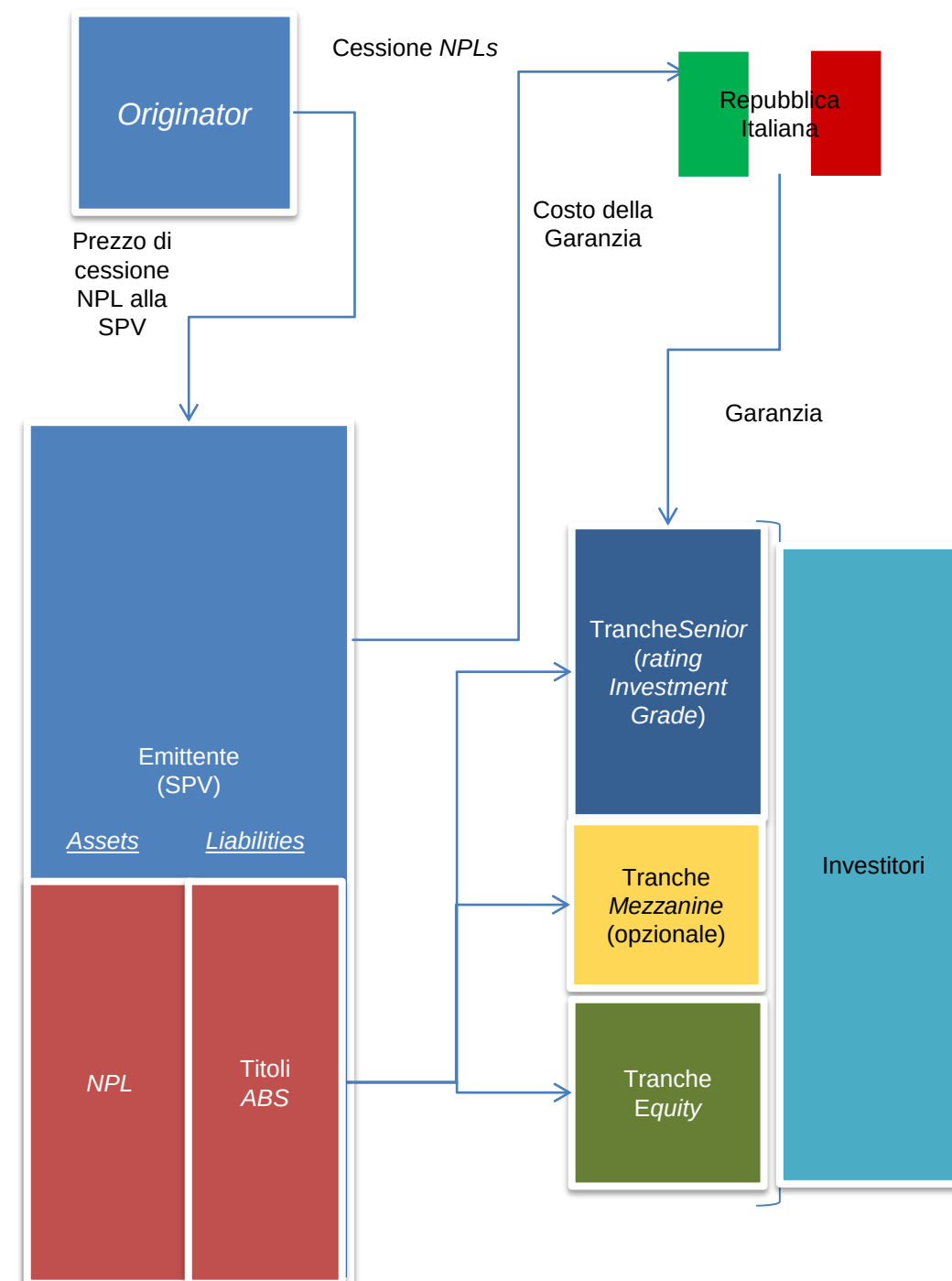
In assenza dello Schema GACS sarebbe stato complesso prevedere l'effettivo sviluppo di un mercato per le cartolarizzazioni di crediti *NPLs* in Italia.

Il Fondo potrà investire nelle *tranche equity* di cartolarizzazioni in modo da sfruttare l'effetto moltiplicatore* di questo tipo di veicoli.

Esempio di una generica cartolarizzazione con schema GACS:

- uno *SPV* dedicato all'operazione emette *tranche* di diverse *seniority*;
- la Repubblica Italiana garantirà solo la *tranche senior* che dovrà avere un *rating Investment Grade*;
- il costo della garanzia è *market-based* e riferito ad un *basket* di *Credit Default Swaps (CDS)* di pari *rating* ed aumenta in funzione del tempo di recupero degli asset sottostanti (incrementi a 3, 5 e 7 anni);
- la garanzia è subordinata all'utilizzo di un *servicer* esterno ed indipendente per il recupero degli asset ceduti;
- l'acquisto della *tranche equity* da parte di un investitore terzo consente il deconsolidamento degli *NPLs*;
- la garanzia pubblica consente la riduzione della cedola sulla *tranche senior* e di conseguenza il suo costo.

Cartolarizzazione con GACS

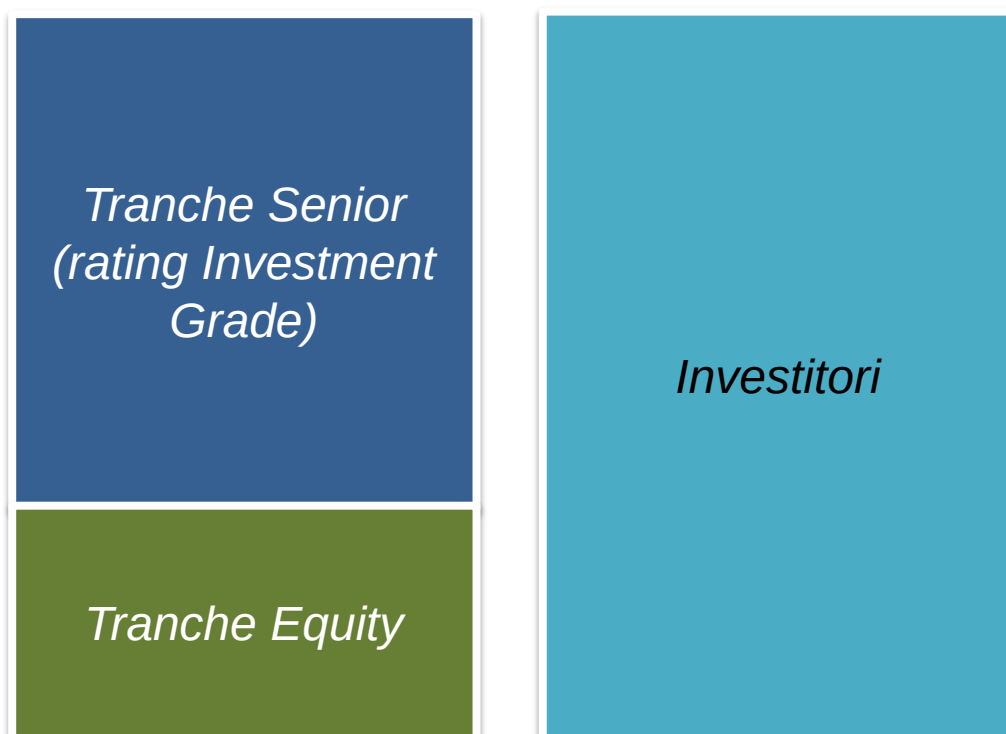


(*): rapporto tra il valore lordo dei crediti deteriorati (nominale) e l'ammontare investito nell'*equity tranche*.

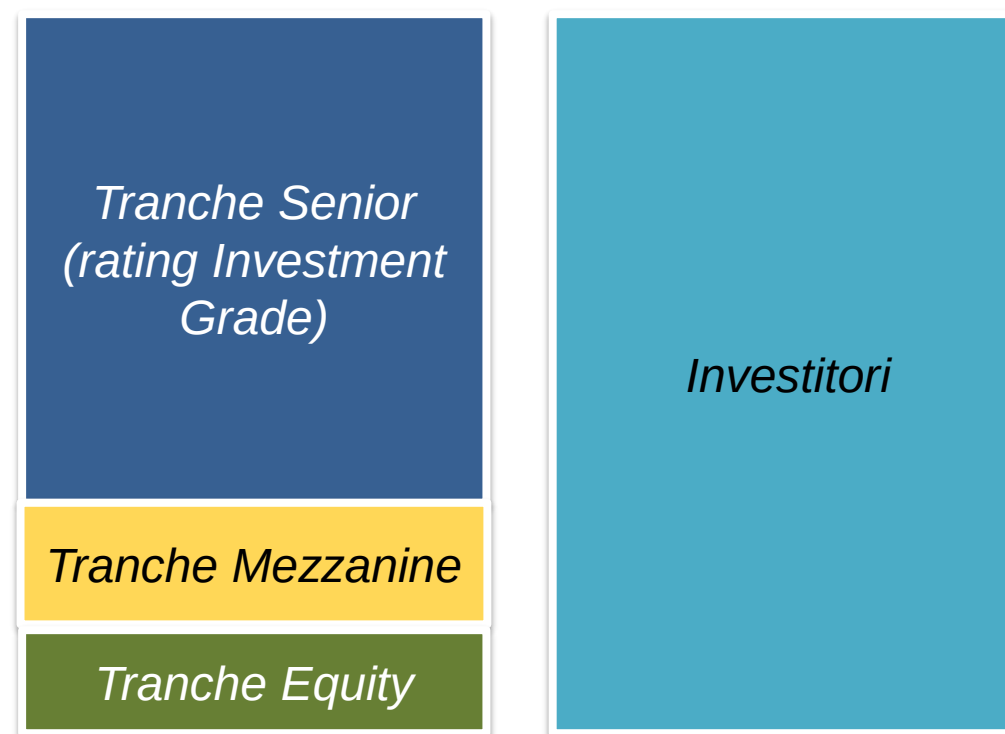
Esempio di una generica cartolarizzazione*: ipotizziamo l'investimento in una *tranche equity* di € 100.

- **Esempio 1:** ipotizzando una *tranche equity* pari al 35-40%* del totale degli *asset* cartolarizzati, il veicolo potrà acquisire tra i € 250 ed i € 280 di crediti deteriorati netti da una o più banche originatrici.
- In base anche al prezzo di acquisizione, si ottiene un moltiplicatore tra 7x - 10x* rispetto al valore lordo dei crediti deteriorati oggetto di cessione.
- **Esempio 2:** l'utilizzo di una eventuale *tranche mezzanine*, dipendente dell'effettiva domanda da parte di investitori diversi dal Fondo, consentirebbe un aumento del moltiplicatore tra 18x - 20x * rispetto al valore lordo dei crediti deteriorati oggetto di cessione.
- Il moltiplicatore associato al solo Fondo aumenta qualora la *tranche equity* sia oggetto di co-investimento con altri investitori.

Esempio 1*



Esempio 2*

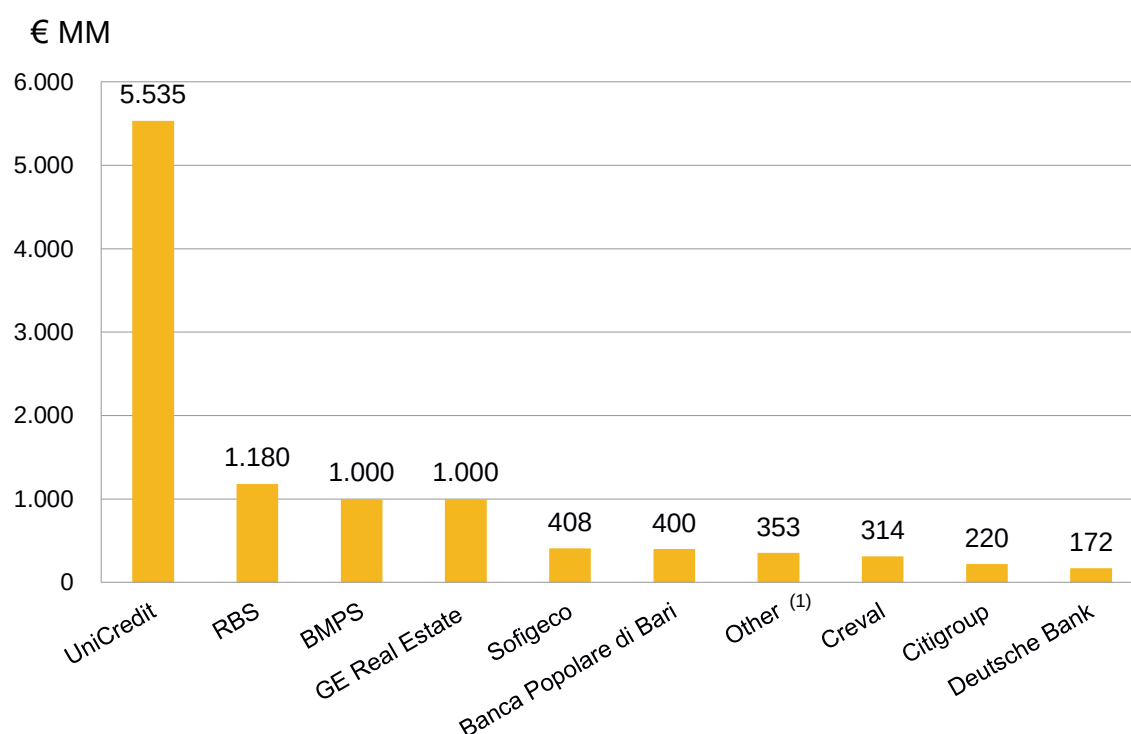


(*): i valori e le caratteristiche della cartolarizzazione possono variare considerevolmente in base a tipologia e composizione del portafoglio ceduto ed alle condizioni di mercato.

- Mercato attualmente composto da un elevato numero di *forced seller* e un basso numero di compratori specializzati su larga scala.
- Struttura dei costi dell'investitore: elevati costi di struttura e elevate commissioni di gestione aumentano il livello di *IRR* minimo accettabile da parte degli investitori.
- *Excess IRR*: i fondi di *Private Equity* in genere hanno aspettative di rendimento maggiori di un Investitore Istituzionale.

Italian Loan Vendors

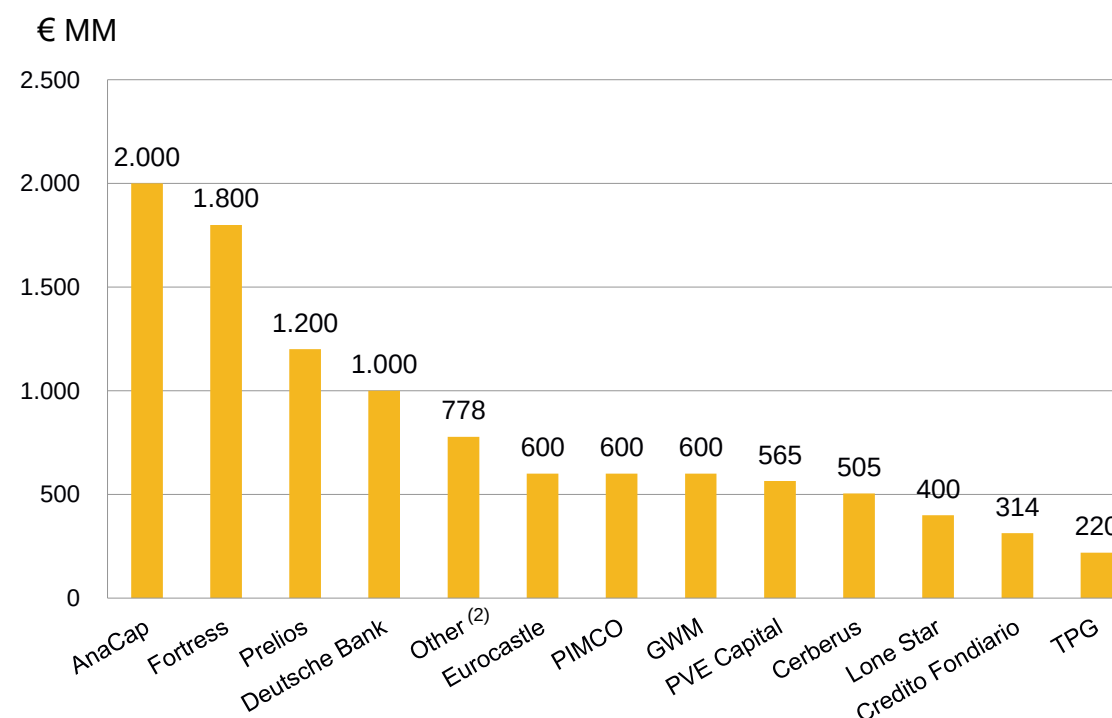
2014 – 2016 YTD



Fonte: C&W Loan Sales 2014-2016, Debtwire, CNBC, Apax, Deloitte NPL Outlook 2014-2015, Italy24, KPMG Loan Sales Feb 2016.

Italian Loan Buyers (3)

2014 – 2016 YTD



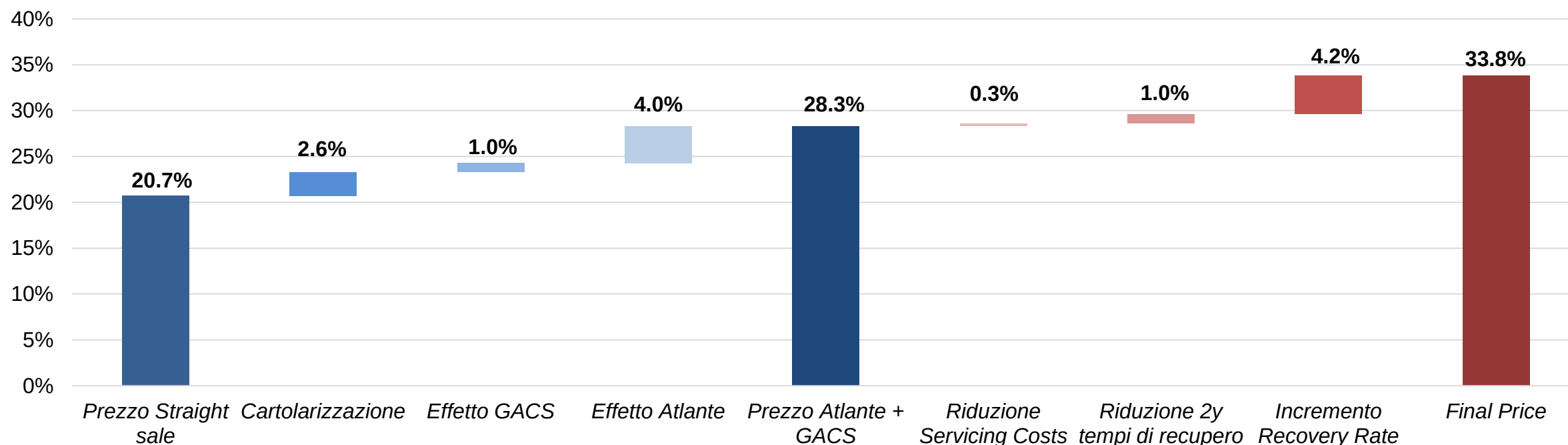
Fonte: C&W Loan Sales 2014-2016, Debtwire, CNBC, Apax, Deloitte NPL Outlook 2014-2015, Italy24, KPMG Loan Sales Feb 2016.

(1) Cassa di Risparmio di Cesena, Iccrea Bancalmpresa, Cassa di Risparmio di Ravenna, Creval, BPER Saraleasing, MS / Prelios.

(2) Algebris Investments, Morgan Stanley, Poste Vista, BAML, GS, Beni Stabili, Ares Management.

(3) Per operazioni in consorzio il nozionale delle transazioni è stato assegnato 50/50 per esigenze grafiche.

Esempio di Percorso Incrementale del Prezzo di Cessione



Il grafico assume come punto di partenza la vendita diretta di un portafoglio di *NPLs* ad un operatore specializzato e mostra l'evoluzione di prezzo ottenibile grazie all'intervento del Fondo Atlante, a cui si aggiungono diverse ipotesi, per arrivare ad un prezzo finale potenzialmente ottenibile.

Il percorso incrementale si articola come segue:

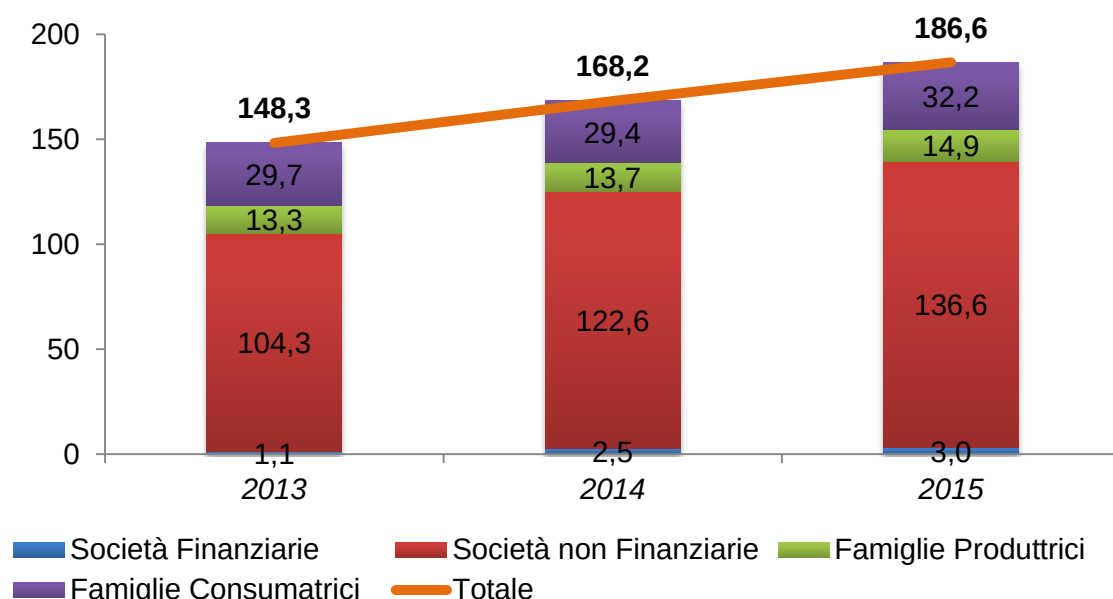
1. Straight sale: esempio di cessione ad un investitore ipotetico, che abbia un *IRR target* del 15%, di un portafoglio 65% *secured* e 35% *unsecured*.
2. Cartolarizzazione*: strutturazione di una cartolarizzazione non garantita
 - *tranching*: 65% *senior*, 35% *junior*
 - rendimento delle *senior notes* = 5%
 - *IRR* richiesto sulla *junior tranche* pari a 15%
3. Effetto GACS: strutturazione di una cartolarizzazione comprensiva di garanzia statale sulla *senior tranche*
 - costo delle *senior notes* = rischio Italia + *guarantee fee* (*CDS spread* a 5/6/7 anni su panieri BBB+ individuati dalla normativa)
4. Effetto Atlante:
 - vendita della *tranche junior* di un ABS GACS al Fondo Atlante (*IRR* = 6%)
5. Analisi di sensitività incrementale:
 - a) riduzione dei costi associati all'attività di *servicing* dall'8% al 7%
 - b) riduzione del *Time to Recovery* da 7 a 5 anni
 - c) incremento del *Recovery Rate* dal 35% al 40%

E. *NPLs* – COME SI INTENDE OPERARE

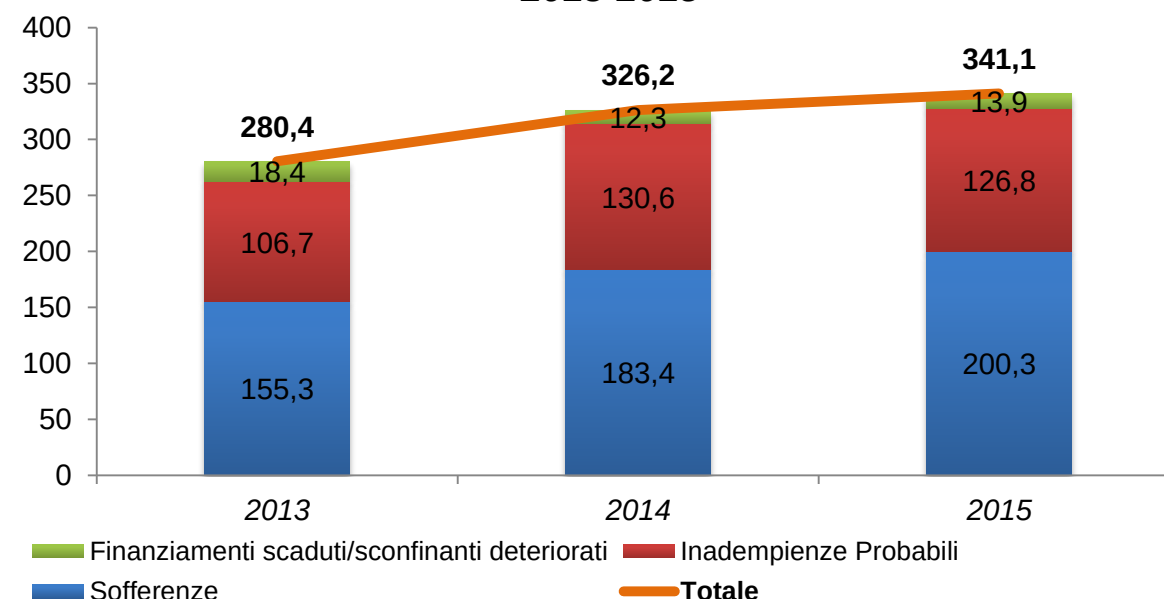
- Scopo del Fondo è di promuovere la creazione e lo sviluppo di un mercato efficiente del credito *distressed*.
- Non vuole «sostituirsi» al mercato, ma farlo funzionare meglio, quindi costi più bassi, *spread* denaro/lettera contenuti e grande liquidità.
- Il Fondo vuole fornire «*seed money*» con un costo del capitale contenuto per le migliori proposte per gli *NPLs*.
- Quaestio intende fare leva sulle migliori risorse, professionalità e conoscenze sul mercato italiano ed internazionale in materia di gestione di *NPLs*, promuovendone la collaborazione con le banche e mantenendo internamente la direzione strategica ed il controllo degli investimenti.
- Il Fondo non vuole sostituirsi a Fondi Specializzati, *service provider* o Banche d’Affari, ma:
 - investe (o co-investe) in strutture di cartolarizzazione che sono in costruzione che soddisfino i suoi requisiti di rendimento, al fine di ridurre l’impatto sui bilanci delle banche e accelerare lo smaltimento degli *NPLs*;
 - promuove l’organizzazione di operazioni di cartolarizzazione incrociando le migliori proposte di banche, Fondi e *service provider*, in cui finanzia (co-finanzia) l’*Equity*;
 - se una banca trova autonomamente una soluzione di mercato, il Fondo non interferisce ma la presenza del Fondo agisce comunque per calmierare i rendimenti.
- Il Fondo ottimizza le proprie risorse per risolvere i problemi delle banche finanziando (o co-finanziando) l’*equity tranche* delle cartolarizzazioni che promuove non in proprio, ma in collaborazione e in coordinamento con altri soggetti.
- La SGR punta a co-investimenti e *partnership* per evitare che il rischio di un’operazione di *NPLs* sia unicamente a carico del Fondo e/o che non possa beneficiare dell’*upside* dell’*Equity* a seguito dell’operazione.

- L'effetto moltiplicatore, investendo principalmente nelle *tranche equity*, produce una potenzialità di investimento molto più grande, ma perché la leva ci sia è fondamentale l'assicurazione GACS per permettere il collocamento delle *tranche senior*.
- L'ammontare da investire in *NPLs* potrà aumentare se:
 - a. le partecipazioni bancarie sono valorizzate e dismesse rapidamente;
 - b. il Fondo può operare in *partnership* e/o cofinanziando altri Fondi e/o operatori specializzati;
 - c. il Fondo viene riaperto a nuovi sottoscrittori in caso di successo.
- E' interesse del Fondo promuovere e partecipare alla costruzione di un'infrastruttura efficiente per il *servicing* degli *NPLs*.
- L'obiettivo è di agevolare il rilancio del mercato italiano degli *NPLs*, accelerandone così il processo di smaltimento, senza però aspettarsi di risolvere tutti i problemi del mercato nell'immediato.
- Lo smaltimento degli *NPLs* dipende anche dalla redditività delle banche nell'immediato futuro: maggiore è il *buffer* rispetto ai coefficienti patrimoniali, più facile è assorbire perdite da cessione di *NPLs*, più rapido è lo smaltimento, che porterà a minori coefficienti patrimoniali richiesti (circolo virtuoso).
- I tempi di realizzazione di un mercato efficiente di *NPLs* in Italia e il successo del Fondo a favorirlo dipendono anche da:
 - l'andamento dell'economia italiana nei prossimi anni, l'assenza di deflazione e stagnazione;
 - il *re-rating* nei valori delle banche che facilita lo smaltimento degli *NPLs* e viceversa;
 - la capacità delle banche di ritornare a livelli di redditività elevata;
 - il ciclo immobiliare in Italia.

Andamento Sofferenze Lorde*
2013-2015

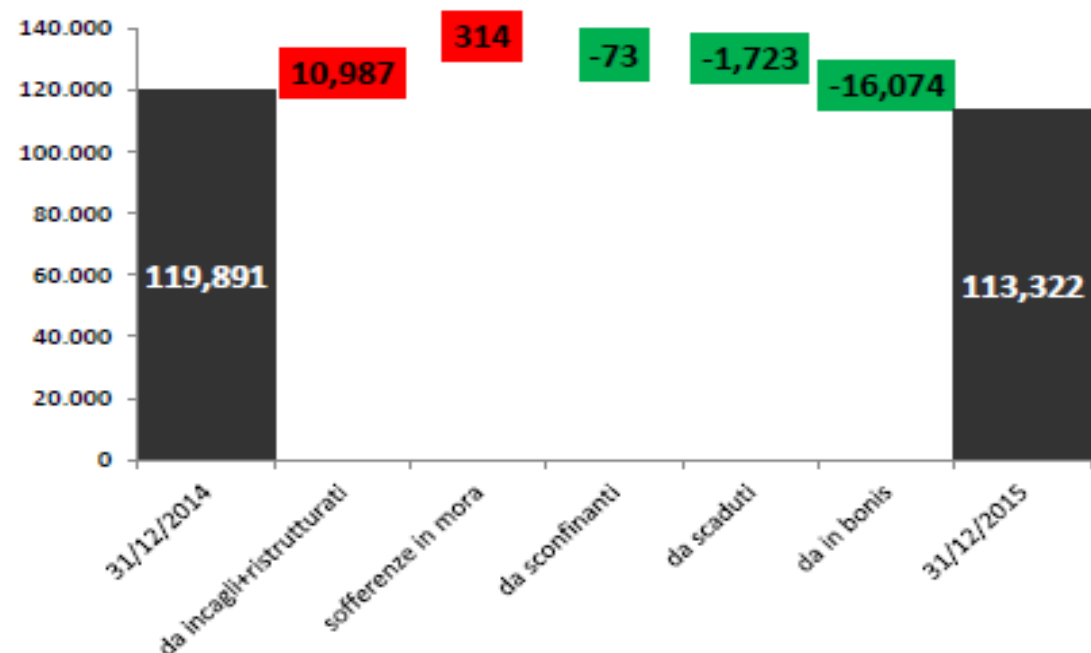


Andamento Crediti Deteriorati*
2013-2015

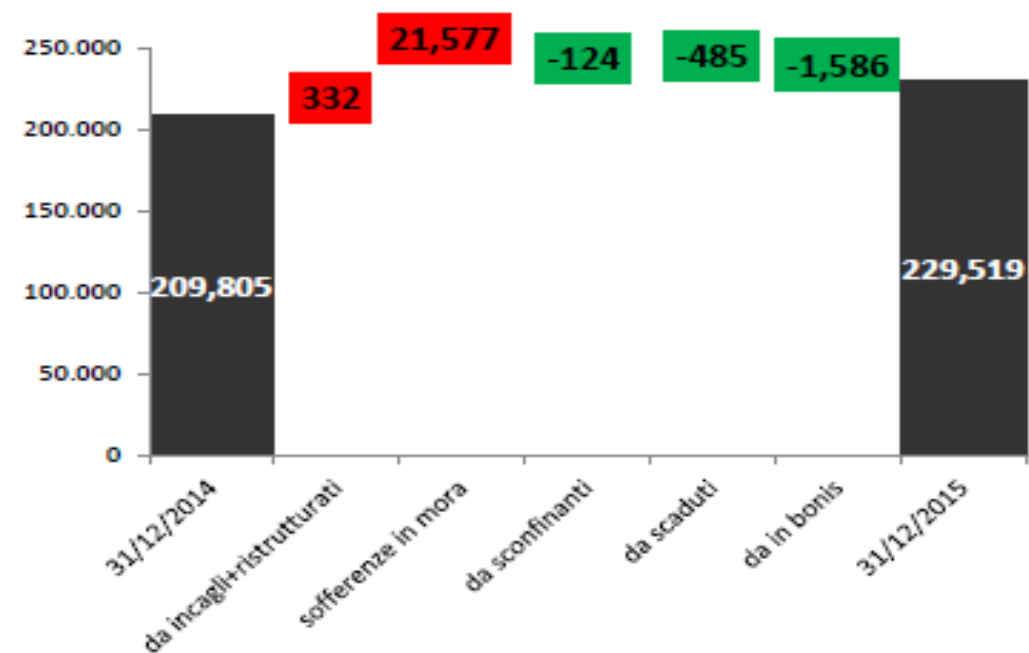


Matrici di Transizione Aggregate – 2014/2015 **

INCAGLI + RISTRUTTURATI



SOFFERENZE



(*): rielaborazione Quaestio SGR su dati del Bollettino Statistico di Banca d'Italia I trimestre 2016, valori in miliardi di Euro.

(**): rielaborazione SDA-Bocconi su dati Banca d'Italia.

F. CONCLUSIONI

- *Atlante* sorregge il Mondo: forse un eccesso di *overstatement* nella scelta del nome.
- Si vuole vincere una maratona, non i 100 metri piani.
- Per il *re-rating* delle banche italiane non bisogna risolvere tutti i problemi di redditività e gli *NPLs*: bastano poche storie di successo e l'eliminazione del *tail risk* per cambiare la percezione. I mercati funzionano così:



- Il Fondo è un fondo di *distressed securities* (banche e *NPLs*), ma non vuole creare *ex novo* una realtà in concorrenza con altre consolidate da anni o una *low cost* ad uso e consumo interno dell'Italia. Non dispone del tempo e dei massicci investimenti che sarebbero necessari.
- Il Fondo vuole invece creare un grande mercato efficiente, aperto ai capitali internazionali, non distruggere quel poco che c'è.
- La SGR può far leva sulle sue risorse interne ed esterne per:
 1. mettere al lavoro le migliori capacità che ci sono nel Mondo e in Italia sul mercato delle istituzioni finanziarie italiane;
 2. promuovere lo sviluppo di un mercato del credito non bancario che non esiste in Italia (negli USA ci sono voluti 80 anni dal finanziamento delle ferrovie agli inizi del secolo scorso);
 3. mobilitare risorse per il *re-rating* del sistema non solo tramite l'effetto moltiplicatore negli *NPLs*, ma anche riducendo drasticamente il rischio di coda dei *bail-in* e promuovendo ristrutturazioni efficaci;
 4. agisce da *shock* positivo per invertire il *trend* di mercato.

Infine successo dell'operazione dipende anche da almeno tre fattori cruciali esogeni al Fondo:

1. lo Stato deve rendere modificare le procedure di riscossione del credito e le procedure fallimentari in tempi rapidi perché il sistema giuridico è uno dei pilastri di qualsiasi sistema finanziario;
2. la capacità delle banche di ritornare rapidamente alla redditività operativa, perché il tempo di smaltimento degli *NPLs* dipende dalla capacità di generare nuovi utili che assorbano le vecchie perdite, senza causare aumenti di capitale e rischi di *bail-in*. Inoltre, man mano che gli utili aumentano e gli *NPLs* si riducono, il patrimonio di vigilanza richiesto si riduce, innescando un circolo virtuoso;
3. l'assenza di *shock* negativi nei prossimi due anni (crisi dell'Eurozona o geopolitiche, stagnazione e/o deflazione), in quanto l'ammontare delle sofferenze non è solo quello attuale, ma dipende anche dal tasso al quale gli altri crediti deteriorati diventano sofferenze e quelli *in bonis* diventano deteriorati. Non bisogna, quindi, guardare solo allo *stock* di sofferenze attuali ma a quelle prospettiche. In mancanza di uno scenario positivo dell'economia e tenuto conto che le sofferenze raggiungono il massimo anche tre anni dopo il minimo di una recessione: è la dinamica futura che va monitorata attentamente più dello *stock* esistente;

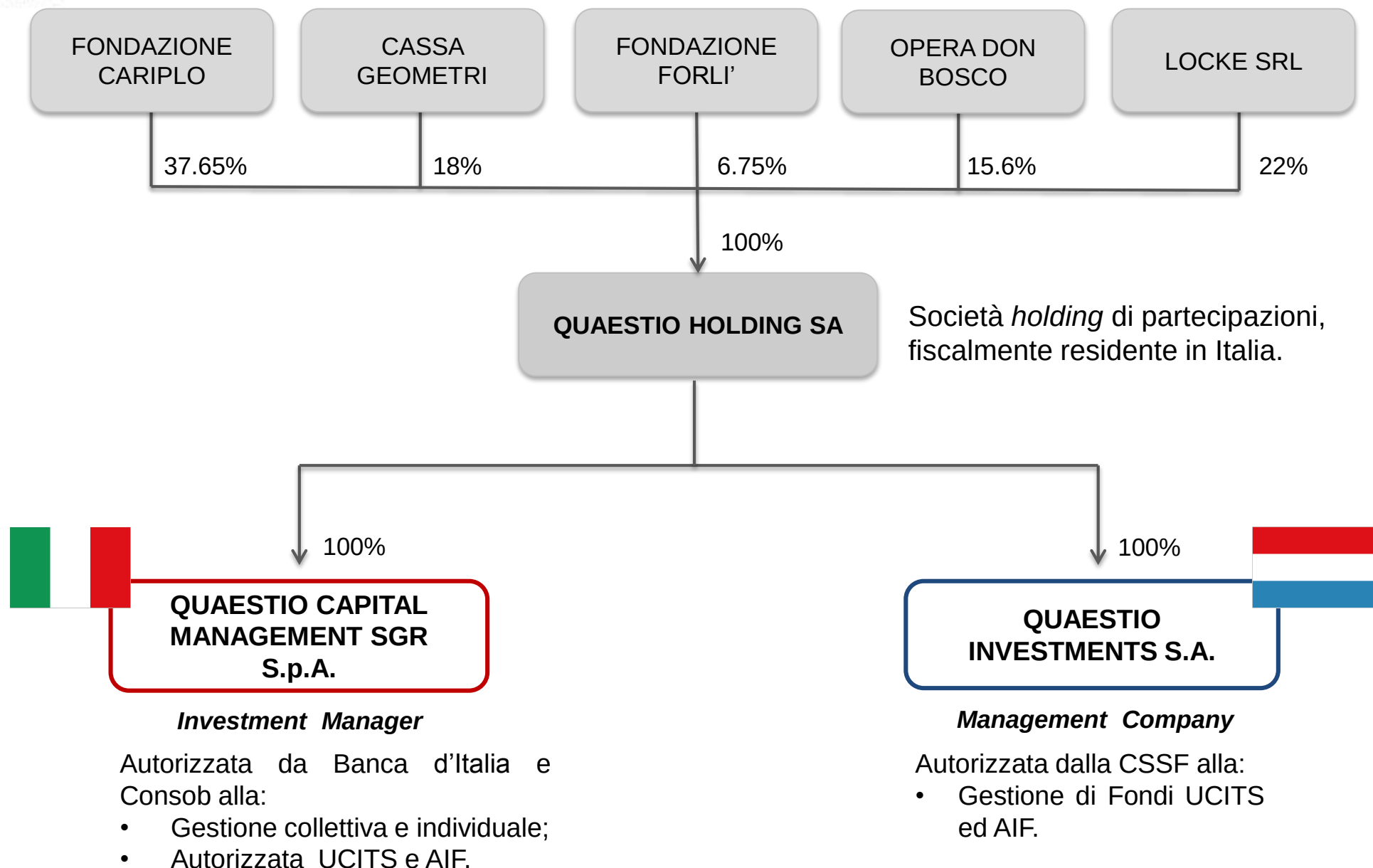
Ma, anche le migliori idee non valgono niente se poi non producono risultati concreti. E un po' di fortuna aiuta, come in ogni investimento.

APPENDICE – QUAESTIO

KEY PEOPLE

Alessandro Penati anni di esperienza: 39	Presidente • Ha fondato Quaestio SGR. • Ha fondato Epsilon Associati SGR. • E' stato professore di Finanza all'Università Cattolica di Milano, alla Wharton School, University of Pennsylvania, all'Università Bocconi, Università di Padova e al Fame di Ginevra. • Economista al Research Department del Fondo Monetario Internazionale. • E' stato editorialista per la Repubblica, per il Corriere della Sera e per Il Sole-24Ore. • Ph.D in Economics dall'Università di Chicago.
Paolo Petrignani anni di esperienza: 29	Amministratore Delegato • E' stato Managing Director di UBS e di JP Morgan. • Ha lavorato con Salomon Brothers a New York e a Londra. • Ha conseguito un MBA presso The Wharton School, University of Pennsylvania. • Diploma di <i>Certified European Financial Analyst</i> (CEFA).
Christian Prinoth anni di esperienza: 17	Head of Equities, Senior Portfolio Manager • E' stato gestore azionario di Epsilon SGR e Duemme SGR, ha inoltre ricoperto il ruolo di Responsabile della ricerca quantitativa presso Bipielle Fondicri SGR. • Laurea presso l'Università Bocconi di Milano.
Alessandro Potestà anni di esperienza: 23	Senior Portfolio Manager, Equities • E' stato CIO presso Exor S.p.A.. • In precedenza ha lavorato come analista presso Credit Suisse e come Chief Equity Analyst presso Actinvest a Londra. • Laurea in Economia (<i>summa cum laude</i>) presso l'Università di Torino.
Giovanni Boscia anni di esperienza: 22	Head of Fixed Income and Credit, Senior Portfolio Manager • Ha lavorato in <i>investment banking</i> per Citigroup, Salomon Brothers e Lehman Brothers e in <i>hedge fund</i> come Endeavour Capital e Trafalgar Asset Managers. • Laurea in Economia (<i>summa cum laude</i>) presso l'Università Bocconi di Milano. • MSc in Finance e un Executive MBA presso la London Business School.
Lorenzo Gallenga anni di esperienza: 20	Head of Global Macro, Senior Portfolio Manager • E' stato responsabile Reddito Fisso di Inter Fund Management (Family Office di Ikea). • In precedenza è stato gestore obbligazionario di Newton, Lombard Odier, Société Generale e Man-GLG. • Laurea presso la University College London.

Mario Baronci anni di esperienza: 26	Senior Portfolio Manager, Clienti Istituzionali - E' stato responsabile del Fixed Income e dei Fondi Multi-Manager presso Sella Gestioni. - Precedentemente si è occupato del <i>market making</i> e del <i>proprietary trading</i> di portafogli di derivati finanziari presso Manufacturers Hanover Trust, Chemical Bank, Banca IMI. - Laurea in Economia presso l'Università Bocconi di Milano, MSc in Risk and Investment Management presso Edhec Business School (Londra – Nizza).
Massimo Marzeglia anni di esperienza: 22	Senior Portfolio Manager, Clienti Istituzionali - E' stato Lead Portfolio Manager a Londra occupandosi di Global MultiAsset Strategy e Managed Accounts. - In precedenza ha ricoperto il ruolo di Managing Director Fixed Income, Equity Currency & Commodities presso Credit Suisse e di Executive Director presso Goldman Sachs International. - E' laureato con lode presso l'Università Bocconi di Milano.
Marco Filagrana anni di esperienza: 20	Head of Risk Management - Dal 1999 al 2015 in Banca d'Italia, ha maturato grande esperienza anche a livello internazionale in materia di analisi del rischio di mercato, di credito, tasso e liquidità e di validazione e monitoraggio di modelli interni. - E' autore di diversi paper specializzati in materia di rischio di mercato. - Laurea in Economia all'Università di Trento, presso la quale è stato anche Professore di Ingegneria Finanziaria.
Alberto Massa anni di esperienza: 15	Head of Sales - In precedenza è stato Responsabile per le relazioni con i Clienti Istituzionali per Lyxor a Parigi ed in seguito a Milano. - Ha lavorato come Fixed Income Sales in Banca Imi ed in Fortis Bank. - Laurea presso l'Università Bocconi di Milano.



- SGR fondata nel 2009
- Attivi in gestione: ~14 mld di €
- Più di 80 Clienti Istituzionali
- 36 dipendenti
- 36 società di gestione terze delegate
- Servizi per società di gestione *B2B*
- *Dynamic Pooling*
- Tecnologia di *look-through*



QUAESTIO CAPITAL MANAGEMENT SGR S.p.A.

Corso Como 15, 20154 Milano

Tel. +39 02 3676 5220

Fax +39 02 7201 6207

Mail info@quaestiocapital.com

www.quaestiocapital.com

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite da Quaestio Capital Management SGR S.p.A. **e sono rivolte esclusivamente a investitori istituzionali.**

Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono offerta al pubblico e non sono ad essa finalizzate.

Nonostante si sia adottata opportuna diligenza per garantire che le informazioni qui contenute siano attendibili, Quaestio Holding S.A. e le sue sussidiarie non ne possono garantire la completa accuratezza e completezza. Opinioni e valutazioni qui contenute possono essere soggette a cambiamento senza preavviso.

Quaestio Holding S.A. e le sue sussidiarie non possono essere ritenute responsabili di eventuali danni, diretti od indiretti, che possano sorgere dall'utilizzo delle informazioni contenute in questa presentazione. Di conseguenza queste stesse informazioni andrebbero diffuse solo a persone autorizzate a riceverle o a persone soggette a diverse fattispecie giuridiche senza che questo implichi violazione delle leggi o dei regolamenti ivi applicabili.

Questa presentazione non può essere riprodotta o distribuita a terzi. **L'attività di investimento è soggetta a rischio e l'eventuale sottoscrizione è soggetta all'informativa pre-contrattuale. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Variazioni dei tassi di cambio e di altre variabili finanziarie possono aumentare o ridurre il valore dell'investimento.**

Il Regolamento del Fondo deve essere letto al fine di ottenere tutte le informazioni dettagliate. Ulteriori fattori di rischio sono descritti nel Regolamento.