



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"SECURITIZATION E INSTABILITA' FINANZIARIA: ANALISI  
DELLA CRISI ECONOMICA E SOLUZIONI PER IL FUTURO"**

*"Securitization and financial stability: analysis of economic crisis and solutions  
for the future"*

RELATORE:

**CH.MO PROF. ANTONIO NICOLO'**

**LAUREANDO: DAVIDE LONGATO**

**MATRICOLA N. 1113064**

**ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019**

# INDICE

## Introduzione

### Capitolo 1: Introduzione al concetto di *securitization*

- 1.1 Definizione, origine ed evoluzione del concetto di cartolarizzazione
- 1.2 Gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale
- 1.3 Il ruolo della cartolarizzazione dei crediti in Europa

### Capitolo 2: Analisi del processo, vantaggi e rischi

- 2.1 Analisi e schema generale delle operazioni di *securitization*
- 2.2 Strutture tecniche principali della *securitization*
  - 2.2.1 Le *agency pass-through securities*
  - 2.2.2 Le *collateralized mortgage obligations* e la *pay-through structure*
  - 2.2.3 Le strutture di *revolving*
  - 2.2.4 Le strutture *two tier*
  - 2.2.5 I *secured loans*
- 2.3 Le fasi principali del processo di *securitization*
  - 2.3.1 Analisi preliminare
  - 2.3.2 Strutturazione dell'operazione
  - 2.3.3 Lancio e *closing*
- 2.4 I vantaggi delle operazioni di *securitization*
  - 2.4.1 Modalità alternativa di *funding*
  - 2.4.2 Impatto positivo sulla redditività bancaria
  - 2.4.3 Miglioramento dei coefficienti patrimoniali
  - 2.4.4 Contributo alla gestione dei rischi
- 2.5 I rischi delle operazioni di *securitization*
  - 2.5.1 Il rischio di credito
  - 2.5.2 I rischi legali
  - 2.5.3 I rischi informativi

### Capitolo 3: Le lacune della regolamentazione e le possibili soluzioni per il futuro in Europa

- 3.1 Gli accordi di Basilea

3.1.1 Basilea 1

3.1.2 Basilea 2

3.1.3 Basilea 3

3.2 Analisi empiriche sul mercato finanziario europeo post Basilea 3

3.3 Il nuovo regolamento UE 2017

**Considerazioni finali**

**Riferimenti bibliografici**

**Sitografia**

## INTRODUZIONE

La crisi economica nella quale ci troviamo a vivere oggi, e che si protrae ormai da una decina di anni, è una naturale conseguenza degli effetti della crisi finanziaria scoppiata nel 2007-09 negli Stati Uniti d'America, diffusasi a macchia d'olio dall'America, all'Europa e al resto del mondo, provocando un brusco mutamento dell'economia reale globale.

Molti sono gli studi e le opere di letteratura scientifica-economica elaborati negli ultimi anni che tentano di spiegare in maniera esaustiva le cause e le conseguenze di questa crisi, paragonabile solo a quella del 1929 (ma probabilmente seconda a nessuna per quantità di paesi coinvolti e gravità degli effetti sull'economia reale). Tuttavia pochi di questi si soffermano sulla vera causa, ovvero la mancanza di un sistema di autorità e vigilanza governativa all'avanguardia, in grado di saper prevenire o quantomeno arrestare in maniera tempestiva ciò che stava accadendo, e d'un pensiero generale condiviso collettivamente dagli istituti finanziari e bancari secondo il quale il mercato sarebbe stato in grado di riequilibrare una situazione che stava divenendo insostenibile per tutti gli operatori economici.

In questo elaborato si tenterà di illustrare in maniera sintetica ed esaustiva il processo attraverso il quale ha avuto inizio la crisi, all'interno del settore bancario e finanziario, con un particolare *focus* su: il ruolo giocato dalla finanza strutturata, il concetto di "*securitization*" e di cartolarizzazione dei crediti. Si procederà alla spiegazione con uno sguardo alla regolamentazione lacunosa del passato, in questa specifica fattispecie, e ai possibili rimedi e soluzioni promulgati negli ultimi anni dagli organi governativi europei. Con l'ausilio di alcuni *papers* economici basati su studi recenti, si cercherà poi di illustrare come, nonostante siano passati relativamente pochi anni dallo scoppio della crisi, gli istituti di credito e di intermediazione finanziaria non sembrano essersi preoccupati in maniera adeguata di instaurare delle politiche interne diverse per porre rimedio a ciò che hanno provocato in passato.

Il documento è stato diviso in tre capitoli. Nel primo verrà introdotto il concetto di *securitization* dopo una breve introduzione riguardante gli effetti della crisi del 2007-09 sull'economia reale. Nel secondo capitolo verrà poi analizzato in dettaglio il procedimento di cartolarizzazione da parte degli istituti bancari e di intermediazione, con l'esposizione dei vantaggi e dei rischi che ne derivano. Nel terzo ed ultimo capitolo si analizzeranno le lacune nel regime normativo vigente negli anni della crisi e il confronto con le nuove disposizioni e direttive europee. Concludendo, si cercherà di delineare alcune possibili soluzioni per fronteggiare il rischio di una nuova crisi finanziaria.

La domanda alla quale si tenterà di trovare una risposta è la seguente: è possibile trasformare lo strumento della cartolarizzazione da causa della crisi a soluzione per la ripresa economica?

# Capitolo 1: Introduzione al concetto di *securitization*

## 1.1 Definizione, origine ed evoluzione della cartolarizzazione

Così recita la Legge n. 130 del 30/04/1999 pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n. 111 del 14 maggio 1999: “*La cartolarizzazione è un’operazione finanziaria che si realizza mediante la cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti*”. Essa è uno strumento che principalmente identifica il fenomeno di innovazione finanziaria di processo, che ha influenzato il mercato mondiale negli ultimi decenni, in quanto si configura come un servizio nuovo e all’avanguardia costituito sulla base di prodotti e servizi preesistenti, ma proponendo nuove articolazioni contrattuali e interazioni tra gli operatori coinvolti, con lo scopo di soddisfare esigenze nuove e ben più complesse del semplice trasferimento del rischio di liquidità o del rischio di credito.

Il termine “*securitization*”, invece, fu coniato per la prima volta nel 1977 all’interno del *Wall Street Journal* nella rubrica “*Heard of the street*”, per descrivere un’operazione che coinvolgeva la *Bank of America* e la *Salamon Brothers*, la quale consisteva nell’emissione di titoli *MBS (Mortgages Backed Securites)* ovvero crediti cartolarizzati di natura immobiliare (mutui ipotecari residenziali o commerciali).<sup>1</sup>

La cartolarizzazione nacque dunque negli Stati Uniti alla fine degli anni Settanta e fu impiegata sin da subito con l’obiettivo di smobilizzare i mutui ipotecari presenti nei portafogli delle istituzioni finanziarie e soddisfare così una sempre più crescente esigenza di liquidità.

La *securitization*, nella sua definizione classica, si basa sulla cessione di portafogli (*pools*) di attività non liquide omogenee presenti nell’attivo del bilancio dell’istituto di intermediazione finanziaria o di una generica “società cedente” (definita *originator*), ad una cosiddetta “società veicolo” creata appositamente (definita *SPV*, ovvero *Special Purpose Vehicle*). Lo *SPV*, società economicamente e giuridicamente separata dall’*originator*, finanzia l’acquisto di suddette attività attraverso l’emissione di titoli obbligazionari da destinare e collocare sul mercato finanziario presso gli investitori esterni. Inoltre, le attività acquisite dallo *SPV* rappresentano la garanzia (*collateral*) del pagamento di quanto promesso contrattualmente ai possessori delle obbligazioni. E’ per questo motivo che i titoli emessi durante questo processo vengono denominati *asset-backed securities*, letteralmente “strumenti finanziari supportati da attivi”.

---

<sup>1</sup> E. Monti, *Manuale di finanza per l’impresa*, Isedi, Milano, 2011, pag. 358

E' utile osservare come le cosiddette *SPV* non siano altro che società con medesimi compiti e funzionalità proprio di quelle organizzazioni ed agenzie specializzate<sup>2</sup> istituite dal Governo americano, agli albori della Grande Depressione, per sopperire alle crescenti difficoltà che stava riscontrando il mercato nel cedere finanziamenti e reperire liquidità con il compito di erogare garanzie per il rischio di insolvenza dei mutuatari. Pertanto, ancora prima che si diffondessero le operazioni di *securitization*, le agenzie governative sostenevano già il mercato ipotecario secondario ponendosi come *SPV*.

Per capire la diffusione di questa operazione basti pensare che, ad oggi, è stato calcolato che più del 70% del mercato immobiliare americano sia stato rifinanziato con la tecnica della *securitization*.

Fu proprio un'agenzia istituita dal governo (la *Ginnie Mae*) a inventare per la prima volta nel 1970 un complesso sistema di cartolarizzazione, preso come esempio da seguire e modello da adottare e da superare da parte delle altre GSE che lo resero ancora più articolato.<sup>3</sup>

In Europa, la prima operazione di cartolarizzazione risale al 1985 in Gran Bretagna, Paese che ha svolto il ruolo di precursore nell'ambito del processo di *securitization*, per quanto concerne i mutui residenziali, da parte della *Bank America Finance International*. Quattordici anni dopo, l'Italia ha promosso la legge n. 130, citata ad inizio capitolo, introducendo formalmente la tecnica di cartolarizzazione dei crediti. I recenti studi di statistica ed econometria hanno dimostrato come quello inglese sia il secondo mercato mondiale per compravendita di ABS, mentre l'Italia, nel 2003, è stata il secondo Paese Europeo per cartolarizzazioni proprio dopo la Gran Bretagna.

Negli anni seguenti, sino ad arrivare ai giorni nostri, l'evoluzione di questo processo ha comportato l'espansione a macchia d'olio di tale prassi operativa in settori diversi da quello del finanziamento standard immobiliare, coinvolgendo anche strumenti quali crediti al consumo, carte di credito, finanziamento per autoveicoli ecc., portando ad alcune modifiche delle caratteristiche tecniche dell'operazione classica di cartolarizzazione, favorendo la nascita di nuove forme di prodotti finanziari come la *synthetic securitization*<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Esse vengono definite *GSE (Government-Sponsored Enterprise)* e quando si parla appunto di "società sponsorizzata dal governo" (traduzione letterale di *GSE*) si fa riferimento alla *Federal National Mortgage Association* (nota come *Fannie Mae*), alla *Government National Mortgage Association* (nota come *Ginnie Mae*) e alla *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (nota come *Freddie Mac*).

<sup>3</sup> Le *GSE* diventarono in pochi anni le protagoniste principali del mercato dei mutui immobiliari, basti pensare che nel 2008 *Fannie Mae* e *Freddie Mac* fornivano il loro servizio indirettamente a 55 milioni di statunitensi, tre quarti dei mutui americani erano di loro proprietà ed insieme le due compagnie detenevano nei propri bilanci una cifra di circa 5,5 miliardi di dollari in mutui (pari all'intero debito pubblico statunitense).

<sup>4</sup> Per *synthetic securitization* si intende un particolare tipo di cartolarizzazione per la quale la proprietà dei titoli cartolarizzati rimane in capo all'*originator* (ossia, i titoli vengono iscritti nel bilancio) mentre il rischio di credito viene trasferito con l'uso di derivati calcolati su crediti o garanzie finanziarie su tali titoli. Pertanto, non sono necessari in questo tipo di operazione l'emissione vera e propria dei titoli e l'utilizzo dello *SPV (Synthetic securitization – European Parliament, A closer look, Briefing June 2016)*.

## 1.2 Gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale

La crisi finanziaria dei mutui *subprime*<sup>5</sup> ha avuto inizio, secondo l'opinione generale, negli Stati Uniti a partire del 2006; tuttavia attraverso un'analisi più attenta e critica si può notare come i presupposti della crisi risalgono in realtà al 2003. A dimostrazione di ciò, proprio in quell'anno cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione dei mutui cosiddetti ad alto rischio, ovvero la concessione di prestiti immobiliari a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto il credito considerata la loro impossibilità di fornire sufficienti garanzie a copertura del prestito. È utile precisare inoltre che, a partire dall'anno 2000 e fino alla metà del 2006, negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni sono cresciuti in maniera costante e significativa, generando una vera e propria bolla immobiliare (favorita anche dalla politica monetaria accomodante della *Federal Reserve* che mantenne i tassi di interesse su valori storicamente bassi sino al 2004).

All'inizio del 2004 la *FED* cominciò ad attuare una politica di innalzamento dei tassi, generando di conseguenza un aumento di onerosità dei mutui ed un incremento parallelo di casi di insolvenza delle famiglie, incapaci di restituire le rate del prestito divenute sempre più costose. In sintesi, la domanda totale degli immobili si ridusse notevolmente, provocando l'inevitabile scoppio della bolla immobiliare ed ingenti perdite alle istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui *subprime*. Gli effetti della crisi finanziaria sull'economia reale si innescarono a partire dalla scelta del Tesoro americano di non fornire aiuti statali a supporto del "colosso" americano *Lehman Brothers* (una delle maggiori banche d'investimento mondiali), dopo aver proceduto inizialmente con salvataggi e iniezioni di capitale ai maggiori istituti di credito statunitensi in procinto di fallimento. Questa scelta fu adottata con lo scopo di dare un forte segnale al mercato immobiliare e all'opinione pubblica, e far emergere la volontà del Tesoro di non volere intervenire come accaduto precedentemente, lasciando che gli istituti finanziari, i quali avevano speculato e abusato della possibilità di cartolarizzazione dei *subprime*, risolvessero internamente i loro errori.

Il 15 settembre 2008 *Lehman Brothers* non riuscì ad evitare il fallimento e la bancarotta, generando preoccupazioni diffuse riguardo la solidità delle altre banche d'affari e timore per

---

<sup>5</sup> Sono chiamati mutui *subprime* perché, a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore, sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (*prime* appunto) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una "storia creditizia" e delle garanzie sufficientemente valutabili ed affidabili. Per definire un mutuo come *subprime*, il sistema americano si basa su un punteggio di credito che classifica i debitori in una scala tra 300 e 850 punti e definisce debitore *subprime* chiunque abbia un punteggio inferiore a 650 punti. È stato analizzato che un prestito *subprime* presenta in media le seguenti peculiarità: due o più pagamenti effettuati oltre 30 giorni dopo la scadenza nell'anno precedente la richiesta di prestito, l'insolvenza di un mutuo negli ultimi 2 anni o la dichiarazione di bancarotta negli ultimi 5 ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).



gli effetti dell'esposizione, verso questi istituti, di tutti gli altri operatori di mercato. La crisi apparve sempre più nella sua natura sistemica, con turbolenze senza precedenti, tanto che, per effetto dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni Paesi europei al fenomeno dei *subprime* cartolarizzati, il contagio si estese ben presto anche all'Europa.

In breve tempo la crisi dei mutui ad alto rischio si trasferì all'economia reale americana ed europea, provocando una caduta degli indici di reddito e di occupazione. Una caduta repentina e senza precedenti, alimentata dalla restrizione del credito bancario alle famiglie e alle imprese, dal crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle case, e dal progressivo peggioramento e deterioramento delle aspettative dei consumatori che influenzarono notevolmente il settore degli investimenti e dei consumi. Gli effetti sull'economia reale europea ed americana possono essere sintetizzati attraverso alcuni interventi di importante rilevanza:

- Il governo americano dovette intervenire con un piano di salvataggio del sistema finanziario e degli istituti di credito, operando tramite programmi di nazionalizzazione e di acquisto di titoli privati<sup>6</sup>, provocando l'immissione sul mercato bancario a tassi prossimi allo zero dalla *FED* a sostegno di banche e compagnie di assicurazione;
- Nel continente europeo, la prima operazione di salvataggio fu attuata dalla Banca centrale britannica dopo che la crisi scosse in maniera violenta la *Northern Rock* (istituto di credito specializzato in mutui immobiliari), soggetto, a metà del settembre 2007, ad una vera e propria corsa agli sportelli<sup>7</sup>. A questo intervento ne seguirono molti altri, sia nella forma di ricapitalizzazione che nella forma di acquisti di obbligazioni, a sostegno delle maggiori banche britanniche;
- Belgio, Danimarca, Francia, Germania<sup>8</sup>, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna<sup>9</sup> e Svezia dovettero seguire l'esempio inglese articolando complessi piani di salvataggio. Si stima che nel complesso gli aiuti erogati dai governi europei alle banche dei rispettivi Paesi raggiunsero quota 3.166 miliardi di euro, di cui 2.443 sotto forma di garanzie, 472 in ricapitalizzazioni, 251 in linee di credito e prestiti<sup>10</sup>.

---

<sup>6</sup> Durante il biennio 2007-09 fu emanato il programma *TARP (Troubled Asset Relief Program)*, per l'acquisto di titoli cartolarizzati, che raggiunse complessivamente 7.770 miliardi di dollari (*www.consob.it*).

<sup>7</sup> La *Bank of England* dovette procedere con lo stanziamento di ben 110 miliardi di sterline per evitare il crollo dell'istituto finanziario e i possibili disastrosi effetti sul mercato del credito dovute al suo fallimento (*www.consob.it*).

<sup>8</sup> In particolare, in Germania l'intervento fondamentale per salvaguardare l'economia reale fu sotto forma di garanzie sulle passività bancarie nazionali (380 miliardi di euro) e sotto forma di sottoscrizioni statali di azioni e titoli subordinati (56 miliardi).

<sup>9</sup> In Spagna il più consistente intervento di ricapitalizzazione bancaria ha coinvolto 30 miliardi di euro erogati e concessi dallo *ESFS (European Financial Stability Facility)*, il primo fondo di salvataggio europeo composto da 100 miliardi di euro per la ristrutturazione del sistema bancario domestico. (dati *ESFS*)

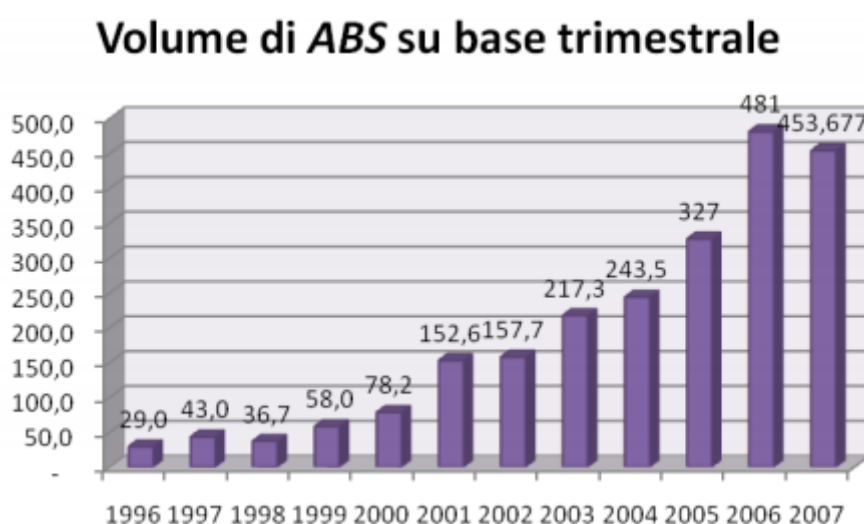
<sup>10</sup> Dati *MBRES*, dicembre 2013

In generale, i governi di tutti i Paesi industrializzati si sono visti costretti ad agire con prontezza, per evitare la completa paralisi dei loro sistemi finanziari, ed indirettamente, per tentare di ristabilire l'equilibrio economico-finanziario globale e un clima di fiducia da parte dell'opinione pubblica più favorevole.

### 1.3 Il ruolo della cartolarizzazione dei crediti in Europa

Nel mercato europeo, la tecnica della *securitization* emerse negli anni Novanta su modello della cartolarizzazione dei crediti nato negli anni Settanta negli Stati Uniti. Da allora si è registrata una crescita vertiginosa ed esponenziale di compravendita di *ABS* (*asset-backed Securities*) come si può notare dal grafico sottostante:

Grafico 1: Volume di ABS emessi in Europa per anno (in milioni di euro)

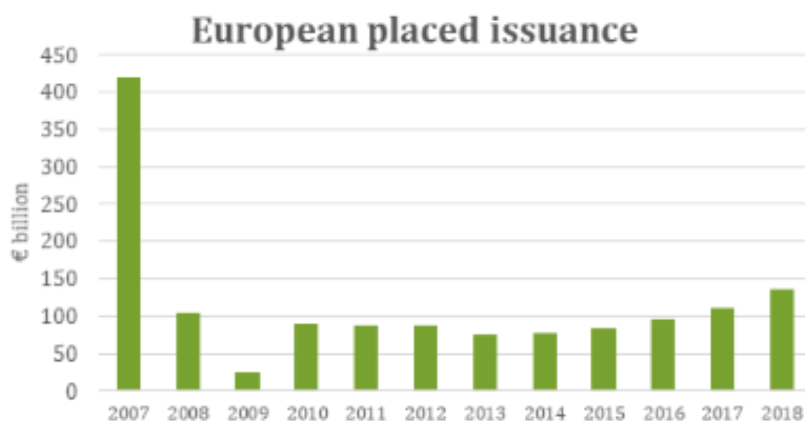


Fonte: elaborazione sulla base dei dati dell'*European Securitization Forum*

È di chiara intuizione come sia evidente l'incremento anno dopo anno del volume di *securitization* emesse, sino ai due picchi massimi nel 2006 e 2007, anni precedenti lo scoppio della crisi. Di notevole rilievo sono sia la crescita che la dimensione del mercato, entrambi frutto di uno sviluppo nelle tecniche di cartolarizzazione che ha investito tutti i settori del mercato finanziario europeo.

Inoltre, è interessante analizzare il volume di *ABS* emessi negli anni successivi allo scoppio della bolla immobiliare attraverso il grafico successivo:

Grafico 2: Volume di ABS emessi in Europa per anno (in milioni di euro)



Fonte: Securitization Data Snapshot 2018, *European Securitization Forum*

Nell'arco temporale di un solo anno (dal 2007 al 2008) si nota un crollo verticale di circa 300 miliardi di euro, dovuto allo scoppio della bolla del mercato immobiliare e al conseguente deprezzamento dei crediti cartolarizzati. Dal 2010 sino ad oggi, il volume di ABS emessi in Europa è rimasto pressoché costante e a livelli molto contenuti per dimensione di mercato. Si nota infine una leggera crescita dal 2014 in poi, dato che può far riflettere per le aspettative future per quanto riguarda l'utilizzo delle *securitizations* in Europa da parte degli istituti finanziari.

Ponendo l'attenzione a livello macroeconomico, è indubbio che il fattore determinante per la diffusione della cartolarizzazione nel continente europeo sia stato il completamento dell'Unione Monetaria Europea. Infatti, con l'adozione di una moneta unica all'interno dei Paesi membri, è stato possibile rimuovere il rischio legato all'oscillazione del tasso di cambio tra le diverse valute domestiche utilizzate prima dell'euro, rendendo il mercato più efficiente e permettendo agli investitori di poter finanziare attività di Paesi membri diversi dal proprio. Si è creato così un ciclo economico-finanziario europeo di dimensioni notevoli, accompagnato dal conseguente bisogno, da parte delle banche e degli istituti di credito, di avere a disposizione fondi in quantità maggiore al fine di soddisfare la continua crescita della domanda di credito (aumentata per effetto del mercato unico e l'entrata di nuovi Paesi).

Un altro fattore determinante per spiegare il ruolo giocato dalla cartolarizzazione nel mercato finanziario europeo è rappresentato dai progressi a livello normativo e nel sistema di tassazione in alcuni Paesi. Alcuni di questi hanno introdotto leggi specifiche<sup>11</sup>, mentre altri hanno modificato singole disposizioni e direttive al fine di creare condizioni sempre più favorevoli per implementare il ricorso al processo di *securitization*.

<sup>11</sup> In Italia fu introdotta la legge n. 130 del 30 aprile 1999, "Disposizioni di legge sulla cartolarizzazione dei crediti"; in Francia fu introdotta la legge n. 93-6 del 4 gennaio 1993; in Lussemburgo, Belgio e Spagna furono emanate leggi specifiche sulla *securitization* nel 1992.

Grazie all'unione di questi diversi fattori, dunque, la cartolarizzazione si è dimostrata la tecnica più utilizzata al fine di implementare la raccolta e soddisfare il canale creditizio.

È doveroso rimarcare che il processo di *securitization* in Europa ha modificato radicalmente il metodo di concessione e raccolta di credito da parte di banche e istituti di intermediazione finanziaria: si è passati da una visione del modello definito in letteratura come “*originate to hold*” ad un nuovo modello di business definito “*originate to distribute*”<sup>12</sup>. Il primo metodo prevede la concessione di credito da parte della banca dopo un attenta fase di *screening* iniziale del debitore ed una successiva fase di *monitoring* con lo scopo di mantenere sotto controllo le condizioni di affidabilità accertate al momento dell'erogazione del prestito, dal momento che si viene a creare (*originate*) una posizione creditoria da mantenere (*to hold*) nel portafoglio di attività fino al rimborso totale. L'avvento delle tecniche innovative di *securitization* ha però posto le basi per un cambiamento e rinnovamento di questo sistema: grazie alla cartolarizzazione, l'istituto di credito non deve più necessariamente mantenere le posizioni creditorie all'interno del proprio portafoglio sino al rimborso finale, ma può ottenere dei profitti attraverso la possibilità di trasferirli (tramite *securitization*) e di ricevere prima della scadenza la liquidità con cui concedere nuovi crediti (traendo guadagni sulle commissioni). È questo il business cosiddetto “*originate to distribute*”, secondo il quale vengono concessi crediti (*originate*) con il preciso intento di ottenerne immediatamente la liquidità, distribuendoli (*to distribute*) attraverso la cartolarizzazione e permettendo, così, agli istituti finanziari di ampliare la loro attività di *funding* al di fuori del semplice risparmio privato ma trovando risorse per l'attività creditizia anche sul mercato dei capitali.

---

<sup>12</sup> Per le principali differenze tra il modello *originate to distribute* e il modello di intermediazione classica si veda: F. Cesarini, *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno alla valutazione del rischio*, *Bancaria*, 11/2009, p. 3-9.

## Capitolo 2: Analisi del processo, vantaggi e rischi

### 2.1 Analisi e schema generale delle operazioni di *securitization*

Le operazioni di *securitization* e cartolarizzazione dei crediti che si sono diffuse rapidamente nei mercati finanziari internazionali hanno assunto forme e strutture diverse in funzione della tipologia di crediti o di attivi alla base del processo. Nel corso degli anni sono state inoltre modificate e nuovamente articolate per rispondere al meglio alle esigenze degli investitori e per rispondere alla domanda di mercato. Tuttavia, per chiarire il concetto in maniera sintetica ma comunque esaustiva, è possibile descrivere una struttura tecnica elementare del processo di emissione di *asset-backed securities* che accomuna tutte le varie tipologie. Come visto in precedenza, tale processo si sostanzia nella conversione di crediti o attività finanziarie di diverso genere, in strumenti cartolari e in valori mobiliari negoziabili e liquidabili su uno specifico mercato secondario. Dunque, la *securitization* si presenta come un'articolazione finanziaria attraverso la quale i flussi di cassa, derivanti da posizioni creditizie, mutui o determinate classi di attivo, vengono selezionati ed aggregati con lo scopo di costituire un supporto a garanzia di titoli di debito emessi sul mercato dei capitali<sup>13</sup>. La struttura tipica dell'operazione può essere riassunta in tre fasi principali:

1. Individuazione e determinazione, da parte dell'*originator*, del portafoglio di attività con caratteristiche omogenee<sup>14</sup> da smobilizzare dal bilancio. Abitualmente in questa fase l'*originator* viene assistito dalla consulenza di un *advisor* (solitamente una banca d'investimento) con il quale viene predisposto lo studio di fattibilità dell'operazione;
2. Cessione del *pool* di *assets* (portafoglio di attività) selezionato da parte della banca alla società esterna indipendente *SPV*, la quale presenterà nel suo attivo solamente gli attivi ceduti dall'*originator*. È utile rimarcare ciò che è stato introdotto nel capitolo 1 per quanto riguarda lo *SPV*: la caratteristica principale dello *Special Purpose Vehicle* è quella di essere una società con oggetto sociale limitato e non soggetta, proprio per la sua struttura, al rischio di fallimento<sup>15</sup>; inoltre è giuridicamente ed economicamente distinta dall'*originator*<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> S. De Angeli, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, 2000.

<sup>14</sup> Con caratteristiche omogenee si intendono aspetti tecnici riguardanti gli attivi oggetto della cartolarizzazione come tassi d'interesse, durata, tipologia, variabilità degli elementi, etc.

<sup>15</sup> In letteratura viene definita appunto "*bankruptcy remote company*".

<sup>16</sup> Lo *SPV* è un istituto di intermediazione fondamentale nel processo di cartolarizzazione, in quanto rappresenta il collegamento tra l'*originator* ed il mercato dei capitali all'interno del quale vengono emesse le *asset-backed securities*.

3. Emissione e collocamento degli *ABS* sul mercato finanziario, da parte dello *SPV*, con lo scopo di finanziare l'acquisto del *pool* di attivi. La fase operativa del collocamento dei titoli viene effettuata da un *investment bank* o *merchant bank*, ovvero da un sindacato di banche d'investimento all'interno del quale, solitamente, si trova anche lo stesso *advisor* con cui l'*originator* progetta l'operazione (vedi punto 1).

Da questi tre semplici punti è utile articolare il discorso in maniera più specifica ed osservare che:

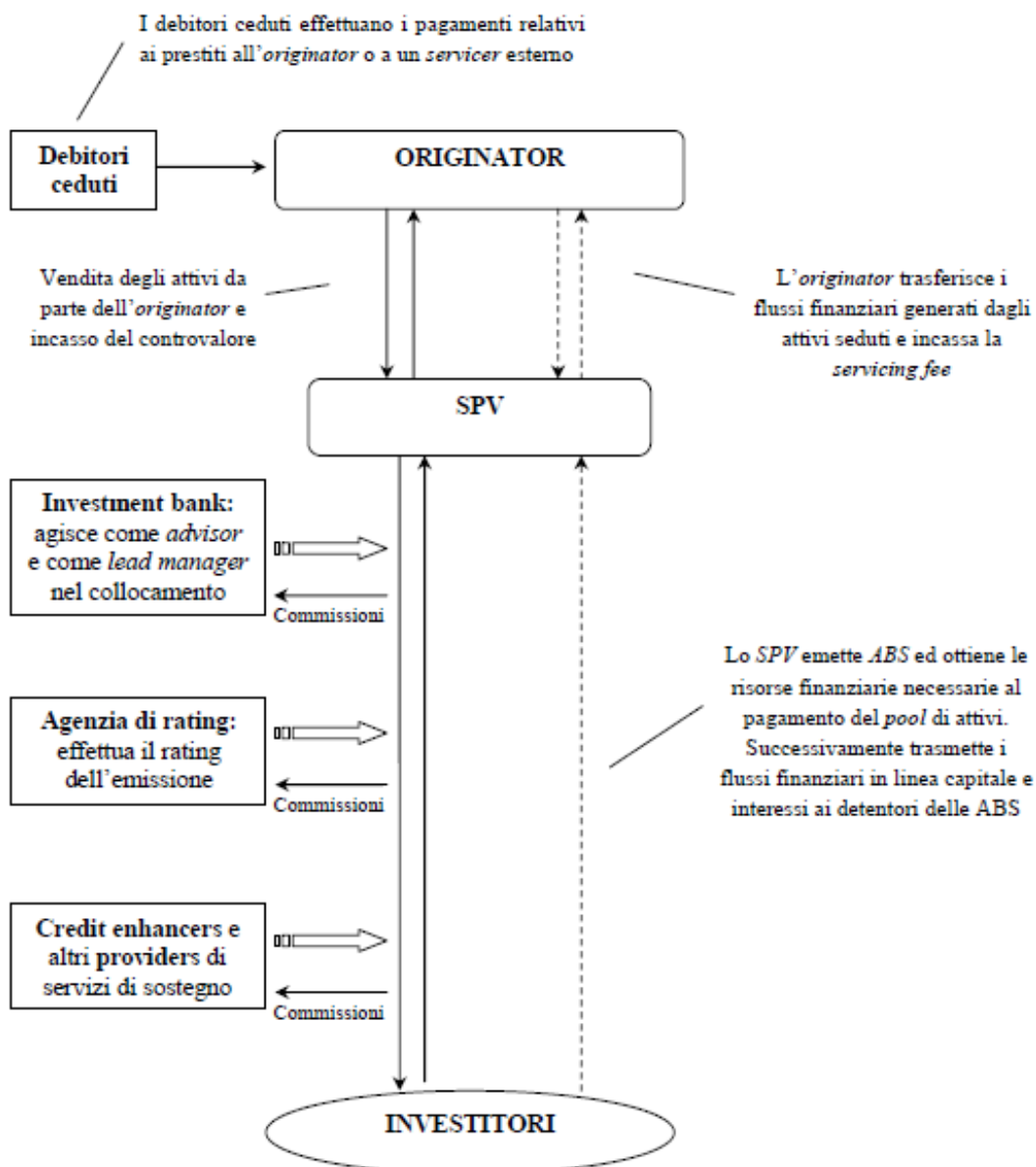
- I titoli emessi dallo *SPV* non sono altro che quote di debito contratte per poter finanziare l'acquisto dei crediti smobilizzati dalla banca cedente;
- L'investitore finale che acquista *ABS* non dispone di nessuna possibile azione di rivalsa nei confronti dell'*originator*, potendo eventualmente ricorrere solo nei confronti della società intermediaria (la quale detiene gli attivi ceduti).

Dunque, il rischio al quale sono esposti i sottoscrittori delle *asset-backed securities* è sostanzialmente connesso con la capacità del portafoglio di crediti selezionato (e ceduto) di generare *cash flows* in misura e tempi necessari al rimborso del capitale e degli interessi. Ed è questo il punto fondamentale alla base del corretto funzionamento dell'operazione di *securitization*: la qualità e l'efficienza del processo di gestione dei flussi finanziari derivanti dai prestiti cartolarizzati. Solitamente, questa funzione rimane in capo all'*originator*, il quale agisce dunque come *servicer* (fornitore di questo servizio) in cambio di una *servicing fee* (commissione per il servizio offerto). Di norma, oltre alla funzione basilare di gestione dei *cash flows*, il servizio offerto dal *servicer* si articola anche tramite altri interventi specifici: per quanto riguarda la cartolarizzazione dei mutui ipotecari, ad esempio, in caso di insolvenza finanziaria del debitore, si rendono necessarie delle operazioni di recupero crediti o eventuale messa all'asta del bene ipotecato. Queste operazioni devono essere compiute efficientemente dall'*originator* al fine di riuscire a reperire le risorse finanziarie minime per rimborsare gli investitori.

Analizzando più nel dettaglio il processo di cartolarizzazione, si osserva che, oltre al *servicer*, vi sono altri operatori economici impiegati nel sistema in esame: il *credit enhancer* offre le garanzie accessorie; l'agenzia di *rating* giudica il merito di credito dell'intera operazione; il *provider* di contratti *swap*, un'attività di supporto che offre servizi finanziari collaterali specifici; altri intermediari finanziari, che garantiscono attraverso linee di credito il continuo flusso di liquidità previsto dal processo, nel caso di ritardi nei pagamenti dei debitori ceduti;

società specializzate nella consulenza legale e fiscale; infine i *trustee*, operatori con funzioni di controllo sui trasferimenti dei *cash flows* e del corretto funzionamento di tutte le parti del processo.

Tutti gli operatori sopra descritti sono parte integrante del processo di *securitization* e ricevono, per i servizi da loro offerti, delle commissioni fisse o variabili che incidono significativamente sul costo e l'economicità dell'intera operazione. Schematizzando quanto detto, la tecnica operativa alla base di un'operazione di cartolarizzazione è la seguente:



Fonte: S. De Angelis, M. Oriani, *La securitization dei crediti bancari*, 2000

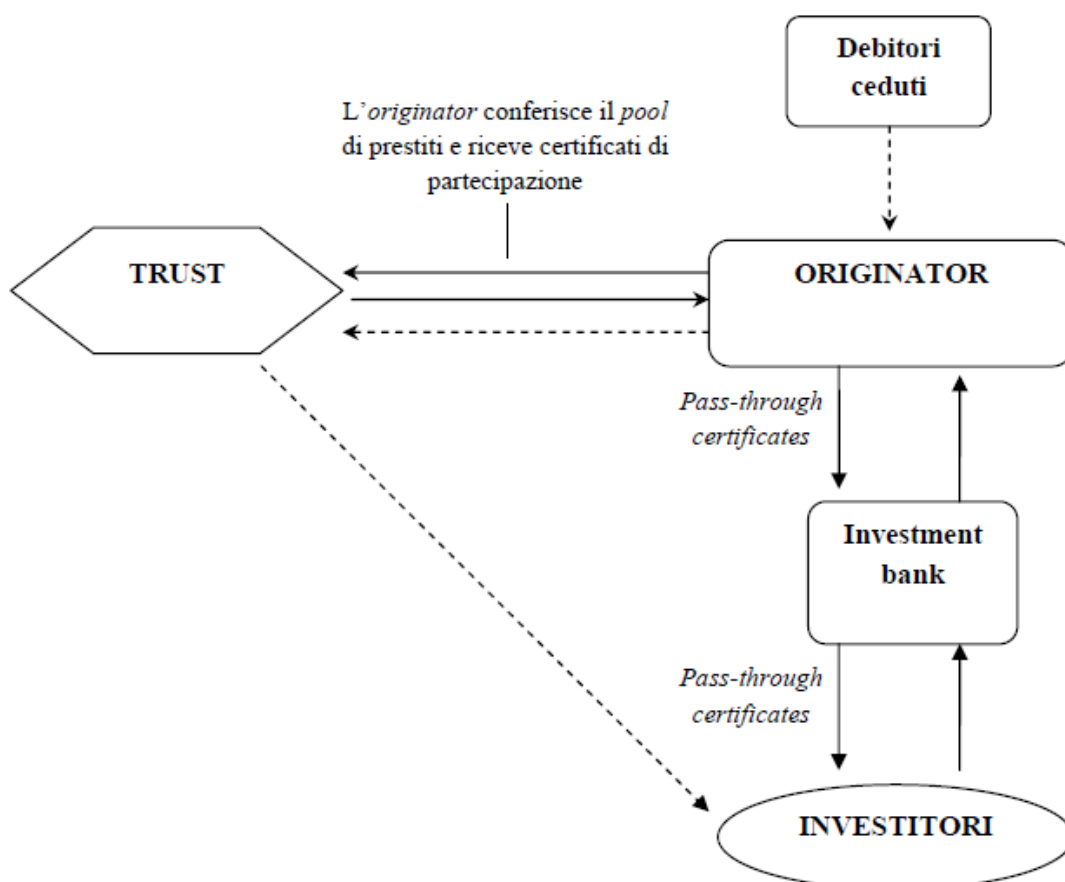
## 2.2 Strutture tecniche principali delle securitization

Le strutture di *securitization* tipiche e maggiormente utilizzate per l'emissione di ABS si distinguono in cinque ampie categorie:

1. *Pass-through structure*;
2. *Collateralized mortgage obligations e pay-through structure*;
3. Strutture *revolving*;
4. Strutture *two-tier*;
5. *Secured loan*.

### 2.2.1 Le *agency pass-through securities*

Il modello base della struttura “*pass-through*” è schematizzato di seguito:





La cosiddetta “*pass-through structure*” è la struttura maggiormente diffusa ed utilizzata negli Stati Uniti per le operazioni di cartolarizzazione aventi come oggetto i mutui ipotecari per l’emissione di *MBS* (*mortgage-backed securities*, ovvero titoli garantiti da un’ipoteca). Attraverso questo sistema particolare, l’*originator* non iscrive i crediti nel proprio bilancio ma li trasferisce allo *SPV*, il quale assume la forma di “*trust*”<sup>17</sup>. Lo *SPV* emette dunque i certificati di partecipazione che attestano la titolarità delle quote di *assets* smobilizzate e di quote dello stesso *trust*; in questo modo gli investitori diventano i veri proprietari degli attivi ceduti<sup>18</sup>. Infine, è utile ricordare che, nella prassi tecnica operativa, le garanzie per la completa riuscita dell’operazione vengono rilasciate da agenzie governative<sup>19</sup>, in modo tale da poter aumentarne la sicurezza finanziaria e migliorarne il merito di credito agli occhi delle società di *rating*.

Come si può notare dallo schema sopradescritto, attraverso questa struttura, l’*originator* deposita i mutui immobiliari nel *trust* ed in cambio ottiene i certificati da poter collocare sul mercato, con l’ausilio di un’ *investment bank*. Come detto in precedenza, tali certificati conferiscono il diritto di proprietà agli investitori che li acquisteranno, con la conseguenza dello smobilizzo degli attivi a loro sottostanti dal bilancio dell’*originator*. Uno dei maggiori rischi in cui incorrono gli investitori, sottoscrivendo titoli *ABS* e *MBS* con questa struttura *pass-through*, è quello del rimborso anticipato: i prestiti ed i mutui che compongono il *pool* sottoscritto possono essere pagati in anticipo rispetto al termine della scadenza stabilita e ciò rende incerta la sequenza temporale dei *cash flows* futuri.

### **2.2.2 Le collateralized mortgage obligations e la pay-through structure**

In letteratura, per *collateralized mortgage obligations* (*CMO*) si definiscono le *asset-backed securities* in caso di cessione di crediti diversi da quelli ipotecari (mutui e prestiti immobiliari). Le *CMO* vengono articolate attraverso strutture di *securitization* definite *pay-through*, all’interno della quale lo *SPV* può essere una società di capitali, di persone oppure un trust. Lo *Special Purpose Vehicle* in questo caso assume la proprietà degli attivi trasferiti e cartolarizzati ed emette obbligazioni proprie. Il ruolo centrale in questo tipo di operazioni è

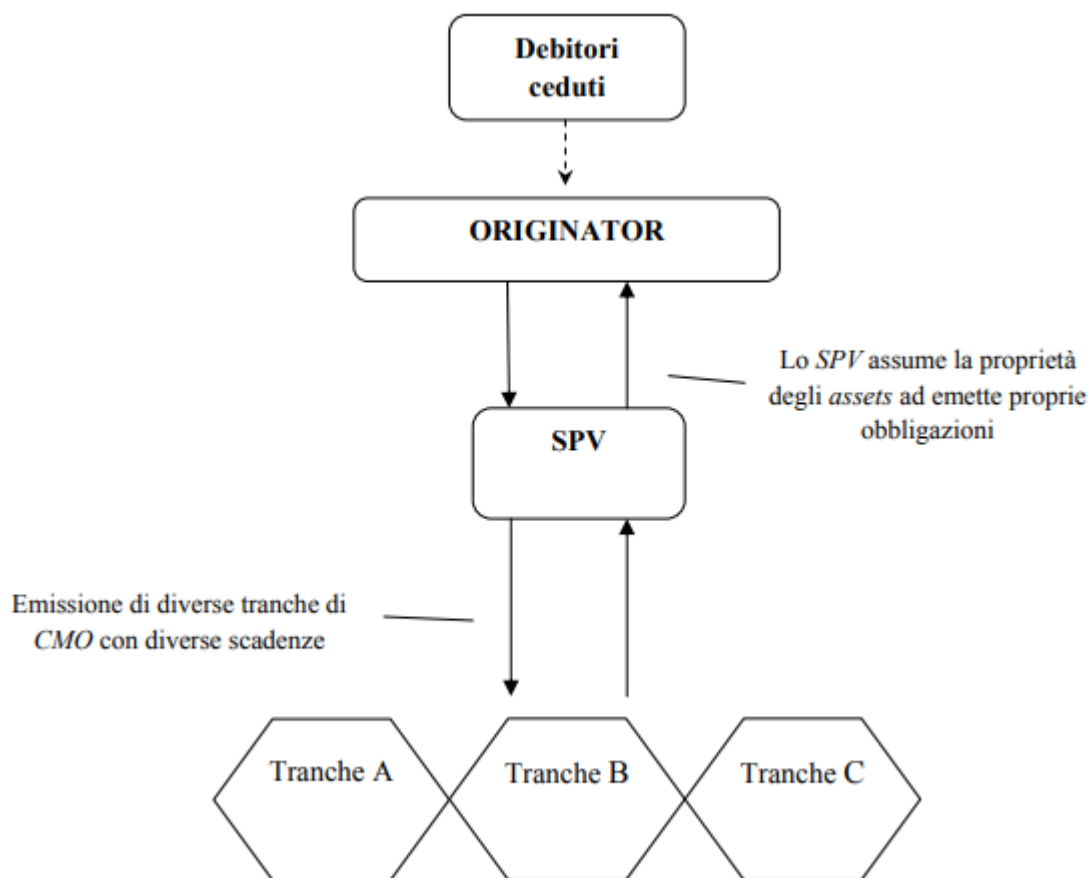
---

<sup>17</sup> Il *trust* è una società a gestione passiva, priva di un capitale sociale proprio, che non acquista la proprietà dei titoli degli attivi, ma che agisce in conto e per nome degli investitori in *ABS* e *MBS*. È una figura tipica presente nell’ordinamento giuridico americano ed inglese.

<sup>18</sup> In questa specifica struttura di *securitization*, il valore dell’ammortamento dei titoli corrisponde esattamente al valore dell’ammortamento dei crediti ceduti al netto delle commissioni. Caratteristica che contraddistingue i crediti cartolarizzati in questa struttura è l’omogeneità in termini di scadenza e tasso d’interesse; in questo modo il *pool* dei prestiti diventa virtualmente simile, in termini di flussi di cassa attesi, ad un singolo mutuo ipotecario.

<sup>19</sup> Si fa riferimento alle *GSE*, descritte nel Capitolo 1.

giocato proprio dallo *SPV*, il quale ristruttura e ridefinisce i *cash flows* derivanti dai crediti cartolarizzati in *tranche* di titoli con diversa scadenza<sup>20</sup>.



Da questo schema base, si delineano poi tre tipi di CMO da poter emettere:

1. Gli *MBS*: titoli cartolarizzati in cui le diverse *tranche* sono ripagate in sequenza una di seguito all'altra (nello schema *tranche A – tranche B – tranche C*)<sup>21</sup>;
2. Titoli di tipo *PAC* (*Planned Ammortization Class*): struttura alternativa nella quale viene prestabilito un rimborso graduale dell'investimento, eliminando così il rischio dei rimborso anticipato;
3. Titoli del tipo *pay-through securities*: una forma a metà via tra le *pass-through securities* e i *CDO* (titoli obbligazionari di debito garantiti). Essi sono emessi da una *corporation* finanziaria o da un *trust*, che agisce da *SPV* acquistando e detenendo in bilancio gli *asset* da cartolarizzare ed emettendo *ABS multiclass* (in più *tranche*).

<sup>20</sup> Da notare che nella struttura *pay-through*, i flussi relativi ai *CMO* non sono influenzati o correlati per scadenze e periodicità alle caratteristiche dei crediti ceduti.

<sup>21</sup> Struttura definita come *sequential-pay class*.

La caratteristica principale che accomuna queste tre tipologie di titoli è la possibilità di suddividere l'emissione in più tranche, permettendo di sfruttare eventuali vantaggi in termine di tassi d'interesse e rispondere alle diverse esigenze di investimento espresse dal mercato finanziario. Da notare inoltre che questa strutturazione di *CMO* e *pay-through securities* può essere utilizzata non solo per costituire titoli con caratteristiche temporali diverse, bensì anche per suddividere il rischio di *default* in più classi di *ABS*<sup>22</sup>. Per di più la divisione in *tranche* consente di ottenere, da parte dell'emittente, differenti giudizi di *rating* dato che, grazie alla presenza di classi di titoli subordinate sulle quali ricadono le maggiori perdite, possono essere emesse classi con *rating* più elevato collocabili tra gli investitori<sup>23</sup>.

### 2.2.3 Le strutture di *revolving*

Il concetto fondamentale alla base di una struttura di *revolving* è l'emissione di *ABS* con importo e scadenza definiti, a fronte di un *pool* di *asset* con ammontare e scadenza variabili<sup>24</sup>. I crediti *revolving*, infatti, consentono ai debitori di variare l'ammontare di prestito utilizzato all'interno di un limite stabilito contrattualmente e di rimborsare il capitale tramite modalità differenti (ad esempio con importi minimi ad ogni dato periodo, oppure secondo un piano predefinito). Il classico utilizzo della struttura descritta riguarda la cartolarizzazione di crediti derivanti dall'utilizzo di carte di credito *revolving*: per mantenere isolati gli investitori di *ABS* dai rischi dovuti alla fluttuazione del valore del portafoglio sottostante, vengono assegnate alcune quote dei crediti ceduti sia all'*originator* (*seller's share*) sia agli investitori stessi (*investor's share*)<sup>25</sup>. Di norma l'operazione di *revolving securitization* prevede il trasferimento di tali crediti ad un *trust*, che a sua volta indirizza e gestisce i *cash flows* sui conti dell'*originator* oppure sui conti dello *SPV* proporzionalmente alle somme da questi versate; infine lo *Special Purpose Vehicle* utilizza tali flussi di cassa per il pagamento degli investitori in *ABS*. La scadenza dell'operazione viene determinata attraverso la scomposizione dell'emissione dei titoli in due fasi distinte:

---

<sup>22</sup> In pratica la scomposizione in diverse *tranche* può essere strutturata in modo tale da ripartire le perdite derivanti dal *pool* di attivi cartolarizzati sottostanti in maniera diversa tra i vari investitori: si emettono delle *tranche "senior"* e delle *tranche "junior"* in modo tale che, nel momento in cui si verificano perdite o ritardi di pagamenti, le *tranche junior* subiscono tali decurtazioni primariamente e secondo una percentuale stabilita contrattualmente, prima che vadano ad intaccare ed influire sulle *tranche senior* degli investitori privilegiati.

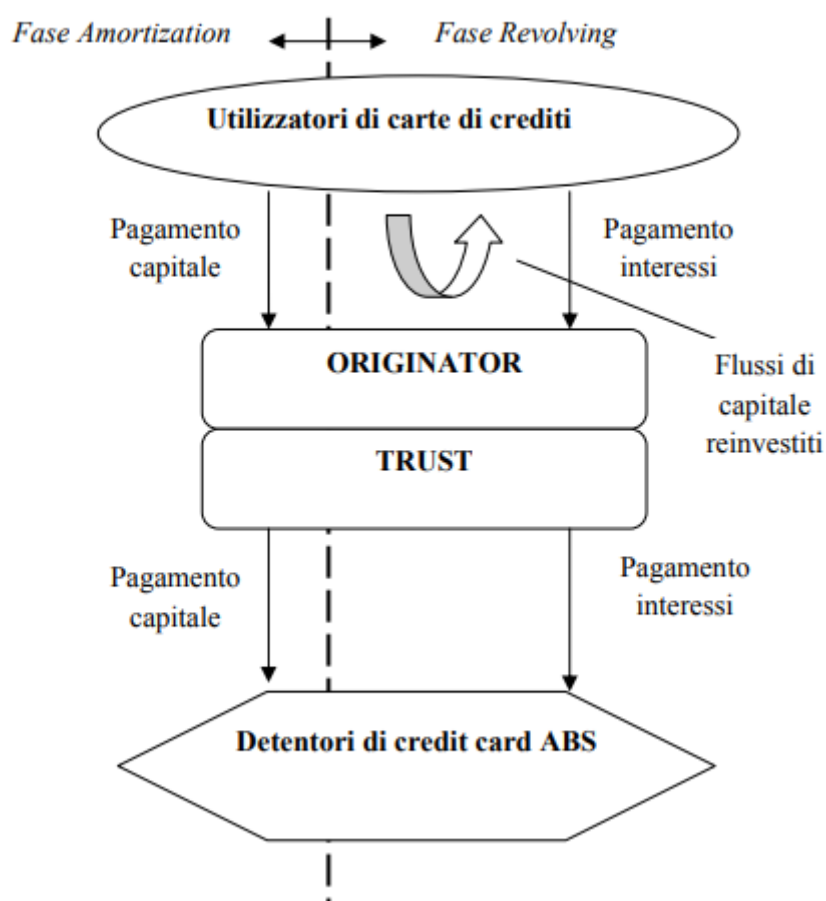
<sup>23</sup> Il *rating* più elevato è definito AAA o tripla A: queste classi di titoli sono ovviamente più facilmente collocabili sul mercato in quanto presentano rischi d'investimento nulli o quasi. D'altra parte, le classi subordinate di titoli possono altresì interessare a determinate tipologie d'investitori attratti dall'alto rischio e dal conseguente rendimento elevato.

<sup>24</sup> C. Giannotto, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, C. Giannotto, 2004.

<sup>25</sup> L'ammontare dell'*investor's share* rimane fisso fin dall'inizio del periodo di ammortamento dei titoli per un valore pari alle somme da questi versate. L'ammontare del *seller's share* aumenta o diminuisce al variare degli utilizzi e dei rimborsi dei debitori originari.

1. Periodo di *revolving*: gli investitori ricevono il pagamento degli interessi, utilizzati per coprire le spese operative, mentre i rimborsi in linea capitale di loro competenza vengono gestiti ed utilizzati dallo *SPV* per acquistare nuovi crediti con caratteristiche simili, con l'obiettivo di mantenere un livello costante e continuo di crediti che supporti gli investitori. In questa fase, le *asset-backed securities* assumono la forma di titoli *pay-through*;
2. Periodo di ammortamento: i flussi d'interesse sui crediti continuano ad essere utilizzati per il pagamento degli interessi sugli *ABS* e per le spese operative; la quota di capitale di competenza degli investitori viene utilizzata per rimborsare i titoli (che ora assumono la forma di *pass-through*) con il conseguente effetto, alla fine del processo, di far tornare in capo all'*originator* i diritti sul valore residuo del portafoglio<sup>26</sup>.

In ultima analisi, occorre rimarcare la situazione per la quale al verificarsi di una particolare condizione, così come stabilito contrattualmente nel regolamento dell'emissione dei titoli, in automatico si procede con la cessazione del procedimento di *revolving*.



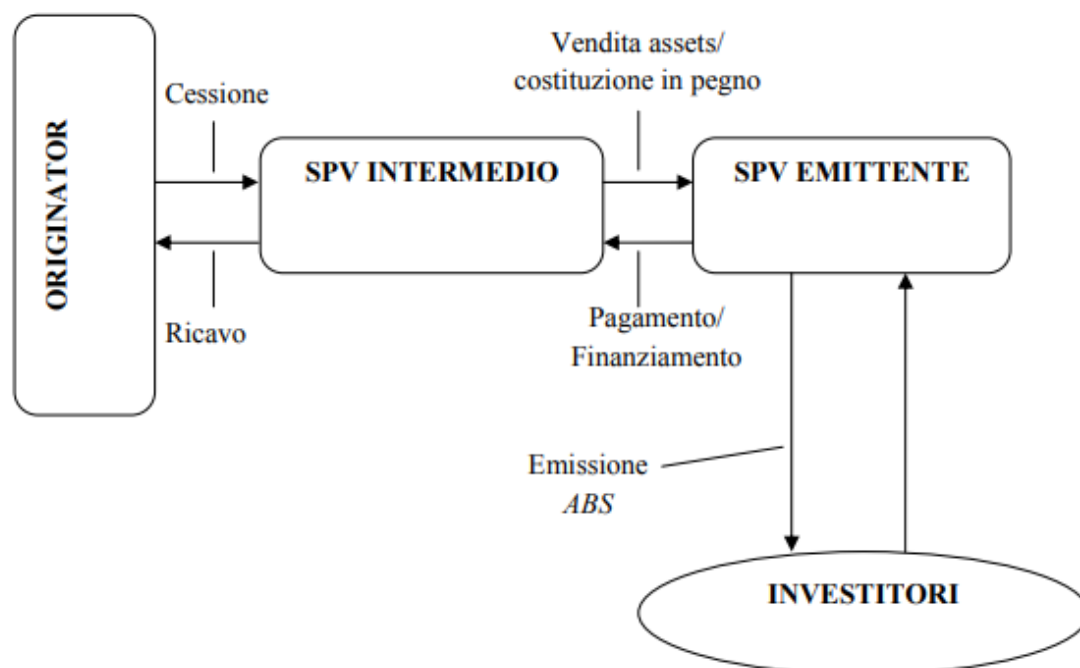
<sup>26</sup> È possibile individuare una fase ulteriore, la fase di *early amortization* nell'eventualità in cui si registrino specifiche problematiche riguardanti il *pool* di *asset* oggetto di *securitization*: se si verificano eventi come deterioramenti della qualità e della performance delle attività sottostanti l'emissione, oppure problematiche legali che sorgono dopo il completamento dell'intera operazione, o ancora se i *cash flows* di capitale non risultano essere più reinvestibili in altri finanziamenti, inizia automaticamente la *early amortization* in cui gli investitori vengono rimborsati tramite il trasferimento dei flussi capitali derivanti dai crediti.

S. De Angeli, *La securitization dei crediti bancari*, M. Oriani, 2000.

#### 2.2.4 Le strutture two tier

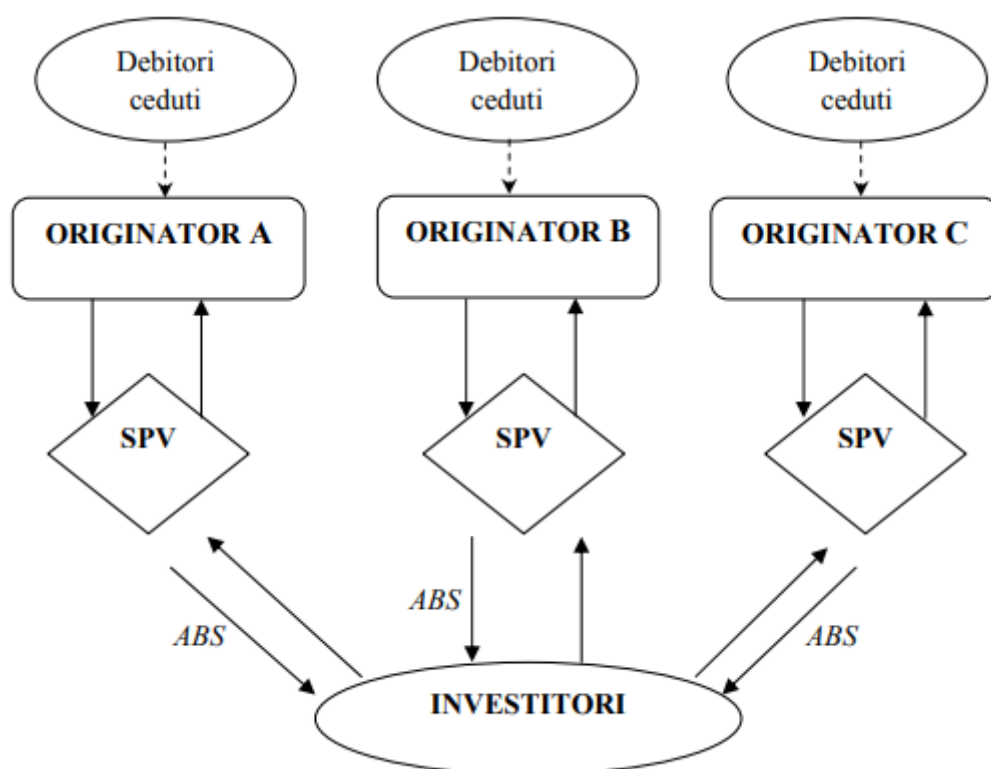
Come illustrato sinora, le operazioni di cartolarizzazione, a prescindere dalle caratteristiche e tipologie degli attivi sottostanti, richiedono la presenza di uno *Special Purpose Vehicle* che consenta l'effettiva separazione economica e giuridica degli *assets* dal bilancio dell'*originator*. La presenza dello *SPV* è fondamentale nel processo di *securitization* per evitare che il possibile fallimento dell'*originator* incida sui trasferimenti dei *cash flows* agli investitori finali. Nelle strutture two-tier, con lo scopo di garantire maggiormente quanto rimarcato precedentemente, viene introdotto l'utilizzo di due *SPV* indipendenti per tutta l'operazione di *securitization*. Ciò si verifica in particolare nel caso di cartolarizzazioni *cross-border*, nelle quali l'*originator* ha sede legale in un Paese diverso da quello in cui vengono collocate le *ABS*. In termini operativi, l'operazione si articola attraverso alcuni punti:

- Inizialmente l'*originator* effettua una vendita di *assets* ad uno *intermediate SPV* (un *SPV* con funzione di intermediario, definito *first tier*), solitamente tale entità risulta essere una società partecipata dallo stesso *originator*;
- Successivamente questo *intermediate SPV* vende gli *assets* ad un *issuing SPV* (un *SPV* con funzione di emittente, definito *second tier*), il quale colloca sul mercato finanziario i titoli *ABS*. Ciò che si ricava dall'emissione serve per pagare l'acquisto delle attività dall'*intermediate SPV* e per saldare dunque la "*first tier securitization*"<sup>27</sup>;



<sup>27</sup> Tuttavia, questa fase può essere completata anche tramite la costituzione in pegno degli *assets* dell'*intermediate SPV* a fronte di un prestito da parte dell'*issuing SPV*. Sostanzialmente, una volta realizzata la vendita di attivi da parte dell'*originator*, essi permangono nel bilancio dell'*intermediate Special Purpose Vehicle*.

- Altre fasi vengono articolate nel caso di emissione di *asset-backed commercial paper* (ABCP, letteralmente carte commerciali supportate da attività): in questo caso vi è un SPV definito *asset-backed commercial paper conduit* (fondato da una banca commerciale) che emette *commercial papers* per finanziare l’acquisto di varie e diverse categorie di crediti da cartolarizzare provenienti da più *originators*<sup>28</sup>. Nel caso di *multi seller conduits* (in cui vengono cioè cartolarizzati *assets* di tante società diverse), la struttura del sistema *two tier* comporta la presenza di diverse *special purpose corporation*, ognuna specifica per un determinato *originator*, le quali trasferiscono portafogli di attività all’*asset-backed commercial paper conduit* per la successiva cartolarizzazione.



### 2.2.5 I secured loans

È utile sottolineare infine che, negli ultimi anni, nella prassi operativa si sono registrati dei casi di “*securitization* spuria”, ovvero operazioni che non presentano tutte le caratteristiche essenziali delle tradizionali cartolarizzazioni di *assets*. Si tratta dell’emissione di titoli definiti *mortgage-asset related bond*, ovvero obbligazioni garantite da determinati *assets* che permangono nel bilancio della società emittente. Durante queste operazioni di *securitization*

<sup>28</sup> Gli *assets* cartolarizzati possono essere di breve, media o lunga scadenza. Tali titoli sono costituiti dalle banche per offrire alla clientela una forma di *funding* a basso prezzo.

non si verificano smobilizzi di attivi e non si necessita della presenza di un *SPV*, tuttavia si riscontrano casi in cui gli attivi posti a garanzia dell'emissione sono trasferiti in un *trust* o presso una società esterna, con l'obiettivo di assicurare agli investitori che i *cash flows* attesi non siano influenzati dalla situazione finanziaria dell'*originator*.

Altre strutture invece prevedono l'erogazione di un finanziamento (*secured loan*) da parte dello *SPV* all'*originator*, garantito dai flussi derivanti da predeterminate attività, il cui valore è costituito dall'emissione di titoli di debito collocati sul mercato finanziario.

In generale si tratta, dunque, di diverse tipologie di *securitization* in cui non avviene la cancellazione degli *assets* dall'attivo dei bilanci degli *originators*, nonostante via sia la presenza dello *SPV*.

## **2.3 Le fasi principali del processo di securitization**

Dopo aver illustrato le varie tipologie di cartolarizzazione, si procederà ora con l'analisi delle fasi principali che compongono lo schema generale gestionale per la strutturazione del processo di *securitization*:

1. Analisi preliminare;
2. Strutturazione dell'operazione;
3. Lancio e *closing*.

### **2.3.1 Analisi preliminare**

La prima fase di analisi è finalizzata ad individuare gli obiettivi da perseguire attraverso l'operazione di *securitization*. Nell'analisi preliminare è richiesto il coinvolgimento di competenze trasversali all'interno dell'*originator* (competenze legali, finanziarie, amministrative) in modo tale da permettere all'*arranger* (intermediario finanziario) di individuare l'opzione strutturale più idonea a soddisfare, a minor costo e nel rispetto dei vincoli imposti, le esigenze del cliente. Dunque, sulla base gli obiettivi prefissati si dovrà procedere con l'analisi specifica delle caratteristiche quantitative degli *assets* dell'*originator*, per poterne valutare l'adeguatezza e l'idoneità ad essere oggetto di cartolarizzazione, in riferimento sia ai termini contrattuali di proprietà e diritti sia dei *cash flows* da essi generati. Questa fase, nella prassi operativa, è cruciale e di fondamentale importanza sia per l'*originator*, in quanto può avere già una prima stima di quelle che potrebbero essere le caratteristiche dell'operazione e il suo costo complessivo, sia per l'*arranger*, che può così avere a disposizione un inquadramento generale della situazione della società-cliente e della possibilità di riuscita dell'operazione di *securitization*. Un ruolo molto importante è giocato

inoltre dall'analisi dei dati storici riguardanti la performance e le caratteristiche dei probabili assets che saranno oggetto di cartolarizzazione<sup>29</sup>, in modo tale da poter sfruttare al meglio un pool caratterizzato dal miglior mix di rischio e rendimento. Nello specifico, la fase di analisi preliminare richiede un approfondito studio di fattibilità che deve considerare:

- La stima dei costi per la realizzazione dell'operazione;
- *Il target* degli investitori cui si intende rivolgere l'emissione;
- Il fabbisogno di servizi ausiliari finanziari per la riuscita dell'operazione;
- I possibili criteri che saranno utilizzati dalle agenzie di rating per valutare l'emissione;
- La possibilità di mantenere separati i *cash flows* derivanti dagli *assets* cartolarizzati, per poterli trasferire agli investitori finali e all'*originator*;
- La capacità dell'*originator* di produrre e analizzare informazioni e dati storici inerenti gli attivi;
- L'idoneità degli *assets* oggetto di *securitization*<sup>30</sup>;
- Le eventuali conseguenze che l'operazione potrebbe avere sulle norme presenti nello statuto della società;
- Il trattamento contabile che verrà applicato all'*originator*, in base ai principi contabili vigenti, nella fase seguente l'emissione;
- La posizione fiscale dell'*originator* e gli effetti che questa può avere sul processo di cartolarizzazione;
- Le leggi esistenti nel Paese in cui si intende effettuare l'operazione;
- La condizione giuridica dell'emittente e l'effettiva possibilità di trasferimento degli *assets* da cartolarizzare.

### 2.3.2 Strutturazione dell'operazione

La formulazione della struttura dell'operazione di *securitization* rappresenta l'elemento chiave dell'intera tecnica del processo, in quanto comporta l'analisi dei rischi che verranno trasferiti ai sottoscrittori dei titoli e la loro definizione analitica. L'*arranger* dovrà scegliere il tipo di struttura in modo tale da consentire all'*originator* di raggiungere gli obiettivi prefissati alle condizioni più convenienti. Per fare ciò, si deve porre particolare attenzione a due principi

---

<sup>29</sup> Le informazioni storiche che si richiedono solitamente sono: il volume periodico di attivi/crediti generati dall'*originator* per numero di debitori e per volume di singole operazioni; il volume di perdite periodiche suddiviso per il numero di debitori e singole perdite; l'analisi statistica della performance degli attivi; i canali commerciali utilizzati per generare gli attivi e la loro dislocazione geografica.

<sup>30</sup> Gli *assets* cartolarizzabili devono presentare le seguenti caratteristiche: essere facilmente individuabili; essere giuridicamente separabili dal patrimonio dell'*originator*; generare *cash flows*. I diversi tipi di attività alla base di un'operazione di *securitization* possono essere: immobili, immobilizzazioni tecniche e immateriali; mutui ipotecari; crediti a medio-lungo termine; *credit cards loans*.



base della cartolarizzazione: maggiore è il rischio trasferito ai sottoscrittori di *ABS*, più elevato è il costo del finanziamento ottenuto per poter assicurare un'adeguata remunerazione agli investitori; minori sono i rischi in capo ai sottoscrittori, più elevati saranno i costi relativi al *credit enhancement* sotto forma di commissioni da riconoscere ai garanti.

La scelta della struttura più conveniente è dunque determinata dal punto d'incontro tra le esigenze e le preferenze degli investitori interessati alla sottoscrizione e le necessità imposte dall'*originator*. In questa fase, anche le agenzie di *rating* svolgono indirettamente un ruolo fondamentale nell'influenzare la decisione sul tipo di operazione di *securitization* che si vuole articolare, in quanto l'analisi costi/benefici, formulata dall'*arranger*, deve tenere in seria considerazione il giudizio sul livello di *rating* che i titoli riceveranno una volta cartolarizzati. Infine, la configurazione strutturale definitiva dell'operazione emergerà dalla negoziazione tra agenzia di *rating* e *arranger*<sup>31</sup>.

### 2.3.3 Lancio e *closing*

L'ultima fase del processo riguarda il collocamento sul mercato finanziario dei titoli cartolarizzati. Operativamente, l'*arranger* riceve il mandato dall'*originator* per gestire il collocamento di *ABS*, con la consulenza e la collaborazione, solitamente, di un'*investment bank*, organizzandone le attività in un consorzio speciale di collocamento. In questo consorzio, l'*arranger* ricopre il ruolo di *lead manager* e sarà responsabile della definizione del prezzo dei titoli (*pricing*), della sottoscrizione e dell'allocazione finale di *ABS*. In base alla tipologia di *target* presso la quale si intende destinare l'emissione, si distinguono due possibili procedure:

- Procedura di offerta privata: si rivolge ad un predeterminato gruppo di investitori istituzionali, contattati di regola tramite canali distributivi privati. Il ruolo rivestito dall'*investment bank* è quello di agente-intermediario tra *originator* e investitori;
- Procedura di offerta pubblica: operazione finalizzata alla distribuzione dei titoli presso un'ampia platea di sottoscrittori, rivolgendosi al risparmio pubblico. Tramite questa procedura, l'*investment bank* acquista i titoli dell'*originator* per poi rivenderli agli investitori finali (fornendo garanzie per l'intero volume di titoli da collocare). Solitamente l'offerta pubblica risulta essere più onerosa in quanto è necessario produrre una lunga serie di documenti informativi per ottenere l'autorizzazione all'emissione. D'altra parte, gli *ABS* collocati presso il pubblico sono dotati di

---

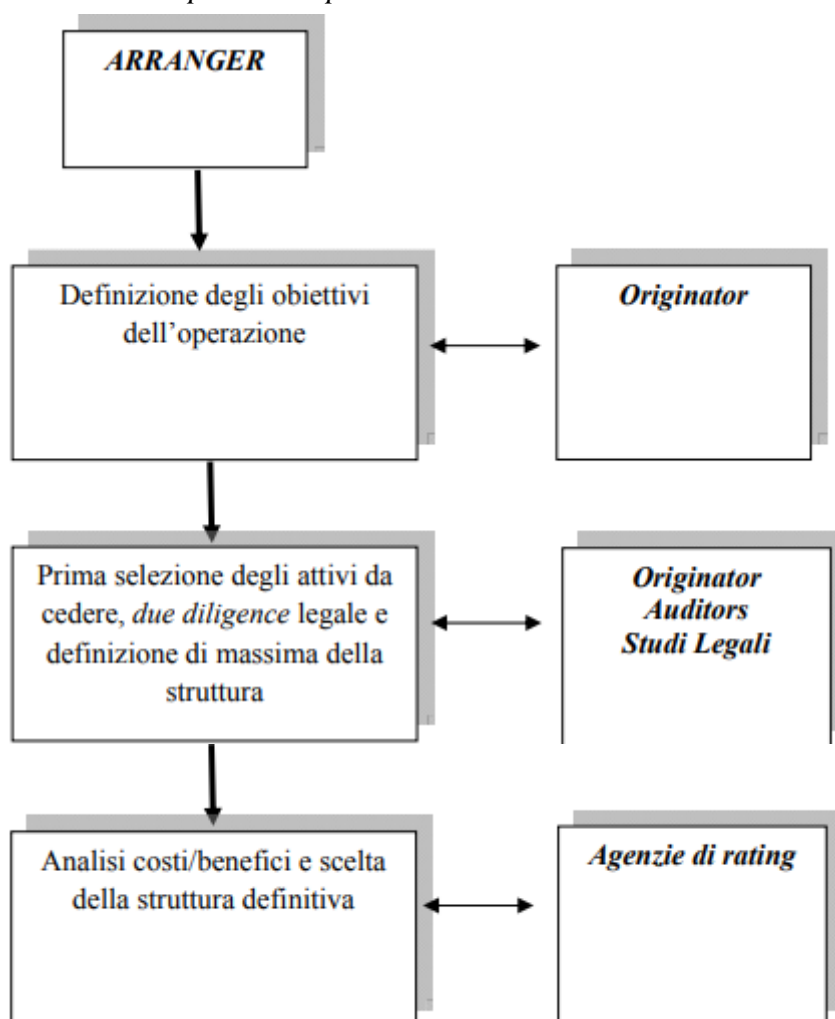
<sup>31</sup> Il *rating* attribuito ai titoli *ABS* emessi segnala il grado di rischio trasferito agli investitori: più basso è il livello di *rating*, più oneroso è il finanziamento per l'*originator*, in quanto, al peggiorare del *rating*, l'*originator* deve riconoscere ai sottoscrittori delle quote di remunerazione maggiori per garantire il successo dell'operazione.

maggiore liquidità, permettendone la vendita a tassi di rendimento minori rispetto a quelli venduti tramite offerta privata.

Infine, per l'effettiva conclusione dell'operazione, si procede con il collocamento finale dei titoli cartolarizzati attraverso un iter procedurale standardizzato:

- Fase *pre-marketing* (durata: tre o quattro settimane), nella quale *arranger* e *originator* collaborano per l'organizzazione di una serie di *meeting* e riunioni con gli investitori delle principali "piazze finanziarie" per presentare, descrivere e promuovere l'intera operazione;
- Definizione del prezzo di collocamento, gestita dall'*arranger* in qualità di *lead manager* del consorzio di collocamento, attraverso la quale viene esposto il prezzo finale dei titoli oggetto di *securitization*;
- *Closing* dell'operazione, dopo il lancio sui mercati finanziari, con conseguente trasferimento del ricavato da parte dell'*arranger* all'*originator*.

Schema riassuntivo del processo operativo di cartolarizzazione:



Fonte: G. Forestieri, *La securitization: strutture contrattuali e modalità operative*, in *Corporate Investment Banking*, 2007

## 2.4 I vantaggi delle operazioni di *securitization*

Le operazioni di cartolarizzazione aprono nuove prospettive per gli istituti finanziari e le banche sia in veste di *originator* sia attraverso la partecipazione al business della loro costituzione e gestione. In generale, cartolarizzando i crediti di cui sono titolari, gli intermediari finanziari (sotto il profilo di emittenti) sono in grado di focalizzare la loro attività nei settori in cui possono ottenere maggiori vantaggi strategici, ossia nell'*origination* dei prestiti e nel loro *servicing*, abbattendo i vincoli costituiti dalla dimensione della raccolta e dalla necessità di limitare il rischio di credito al quale sono esposti. Dal punto di vista economico, ciò si traduce nel sostituire i tradizionali profitti da margine d'interesse con profitti da commissione, migliorando la redditività e restringendo la forbice dei tassi quando i costi di raccolta aumentano. La *securitization* risulta particolarmente interessante per gli istituti di credito di piccola-media dimensione, poiché riscontrano più ostacoli ad accedere ai mercati obbligazionari per ottenere risorse e ai prenditori di fondi finanziari. Smobilizzando i loro assets, questi intermediari possono estendere l'attività di concessione di credito senza dover richiedere finanziamenti esterni e senza la necessità di dover diversificare il loro portafoglio se il rischio di credito viene efficacemente trasferito. In generale, i vantaggi principali delle operazioni di *securitization* sono quattro:

- Modalità alternativa di *funding*;
- Impatto positivo sulla redditività bancaria;
- Miglioramento dei coefficienti patrimoniali;
- Contributo alla gestione dei rischi.

### 2.4.1 Modalità alternativa di *funding*

Nel mondo dei mercati finanziari e dei capitali, gli istituti di credito e le banche devono affrontare come problema principale quello del finanziamento, a causa della presenza di diversi tipi di costi di transazione e asimmetrie informative sia nei confronti di *shareholders* esterni, sia nei confronti del *management* interno<sup>32</sup>. Di conseguenza, questi istituti sono obbligati ad effettuare le scelte delle fonti di finanziamento muovendosi all'interno di un *range* ai cui estremi si collocano due situazioni estremamente dannose ed opposte: da un lato il rischio di *overinvestment*, che esporrebbe l'istituto ad un rischio di *default* elevato poiché il progetto di finanziamento potrebbe non essere in grado di generare gli adeguati *cash flows* per

---

<sup>32</sup> A. Pais, *The role of Securitization in the Capital Structure of Banks*, working paper, 2005.

il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio; dall'altro il rischio di *underinvestment*, che causerebbe una perdita di valore dell'istituto. La securitization consente invece di accedere a risorse finanziarie, di norma non disponibili per gli istituti d'intermediazione, mediante lo smobilizzo di un idoneo pool di attività senza dover modificare il livello di leva finanziaria. La cartolarizzazione degli assets rappresenta infatti un'alternativa preziosa alle tradizionali operazioni di approvvigionamento di risorse finanziarie, realizzate mediante emissioni di prestiti obbligazionari o interventi sul capitale sociale. Per di più questa tecnica consente all'*originator* di raggiungere fasce più ampie e nuove di investitori interessati alla sottoscrizione di questi titoli, giudicati sulla base del *rating* assegnato dalle diverse agenzie specializzate di settore. Le risorse scaturite dalla cartolarizzazione possono essere utilizzate in tre diverse operazioni di funding:

1. Rimborsare i debiti e diminuire l'attivo in bilancio dell'*originator*; in questo modo migliora il grado di indebitamento dell'emittente e un possibile incremento della redditività<sup>33</sup>. A seguito dello smobilizzo di *assets*, l'emittente potrebbe sfruttare la nuova struttura finanziaria modificata al fine di reperire ed iscrivere a bilancio delle risorse a minor costo;
2. Reinvestire le risorse ottenute dalla *securitization* in attività di portafoglio meno rischiose mantenendo invariato il livello di indebitamento. Ne deriva una più contenuta rischiosità degli *assets* dell'*originator* che potrebbe tradursi in un minor costo per nuovi finanziamenti;
3. L'*originator* può avvalersi dei *cash flows* in entrata per procedere con nuovi investimenti in classi di attivo più rischiose di quelle smobilizzate e cartolarizzate, con lo scopo di aumentare la redditività della loro gestione.

E' importante osservare, inoltre, che recenti studi<sup>34</sup> hanno evidenziato ed approfondito il tema dell'impatto della cartolarizzazione sul problema delle asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto banca-sistema economico e che influenzano in modo determinato e quantificabile il costo del *funding* per l'ente stesso. Del resto gli investitori privati e gli agenti economici in generale non sono in grado di stabilire l'effettiva rischiosità degli istituti bancari

---

<sup>33</sup> Nel caso in cui la *securitization* venga effettuata su *assets non performing* (particolari tipi di attività o prestiti con rischi di *default* o ritardi nei pagamenti).

<sup>34</sup> A. Pais, *Why do Depository Institution use Securitization?*, working paper, Massey University – Department of Finance, Banking and Property, 2005;

M. Küncl, *Securitization under asymmetric information over the business cycle*, in *European Economic Review*, 2019;

M. Bakoush, R. Abourab, S. Wolfe, *Disentangling the impact of securitization on bank profitability*, in *Research of International Business and Finance*, working paper, 2019.

e d'intermediazione, né di riconoscere il reale portafoglio di attività; per questo motivo essi richiedono un premio per il rischio più elevato rispetto a quello richiesto tradizionalmente ad altri operatori, al fine di sostenere le spese necessarie per l'acquisizione di informazioni e monitorare per quanto possibile l'andamento della società (che si traduce in un incremento del costo delle fonti di finanziamento). L'emissione di titoli *ABS* in seguito ad operazioni di *securitization* può risolvere, almeno parzialmente, il problema delle asimmetrie informative, in quanto la sottoscrizione di questi titoli è meno rischiosa rispetto al finanziamento diretto alla stessa società *originator*. Questo avviene in quanto, tramite la cessione del *pool* di *assets* allo *SPV*, si effettua una netta separazione tra la struttura finanziaria dell'emittente e quella degli *ABS*; infatti la rischiosità dei titoli dipenderà esclusivamente dai flussi finanziari che caratterizzano le attività sottostanti l'operazione di cartolarizzazione (poiché il rischio di default dello *SPV* viene annullato, essendo un ente per struttura non soggetto a fallimento)<sup>35</sup>. Inoltre le informazioni relative ai titoli ceduti appaiono più accessibili al mercato degli investitori rispetto al caso in cui gli stessi *assets* rimangano iscritti nel bilancio dell'*originator*, soprattutto per effetto della partecipazione delle agenzie di *rating* nel giudicare il livello di rischiosità.

#### **2.4.2 Impatto positivo sulla redditività bancaria**

Esistono potenziali benefici dell'operazione di *securitization* sulla redditività di un istituto bancario, i quali possono essere riassunti come segue:

- Attraverso la cartolarizzazione viene trasferita la generazione del reddito della banca *originator* da semplici ricavi dovuti agli interessi a ricavi da commissioni (più profittevoli);
- Se la cessione dei crediti avviene con la forma pro soluto<sup>36</sup>, la cartolarizzazione contribuisce a stabilizzare i ricavi netti della banca grazie al suo effetto di riuscire ad eliminare la componente di variabilità indotta dal ciclo economico-monetario<sup>37</sup>;
- Le operazioni di *securitization* possono aumentare due indici di bilancio fondamentali come il *ROA* (*return on assets*) e il *ROE* (*return on equity*) dell'*originator*<sup>38</sup>.

---

<sup>35</sup> L'effetto della riduzione della rischiosità è maggiormente evidente se, nella fase di costituzione del portafoglio da cartolarizzare, si applica il principio di diversificazione.

<sup>36</sup> Nella cessione del credito pro soluto il cedente trasferisce il proprio diritto al cessionario, liberandosi dalla responsabilità di un'eventuale inadempienza del debitore. Una volta confermata l'esistenza del credito e la mancanza di cause o altri vizi che possano far venir meno il credito, il cedente perde completamente la titolarità del diritto ed ogni responsabilità annessa. In altre parole, il creditore garantisce al cessionario la mera esistenza del credito, senza ulteriori garanzie sull'obbligo del debitore, e cede il suo diritto.

<sup>37</sup>G. Ferri, *La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari*, in *Studi e Note di Economia*.

<sup>38</sup> Per un esempio pratico si veda La Torre, *Securitization e banche*, Bologna, 1995.

### 2.4.3 Miglioramento dei coefficienti patrimoniali

La decisione di portare a compimento un'operazione di *securitization* è spesso influenzata dall'esigenza degli istituti di intermediazione finanziaria di migliorare gli indici patrimoniali (*ratios*) di adeguatezza del capitale. Il rispetto dei limiti minimi obbligatori di questi coefficienti rappresenta una delle regole fondamentali alla base della vigilanza prudenziale, che concorre ad assicurare lo sviluppo della gestione bancaria e degli istituti di credito in modo "sano e prudente". Dalla prospettiva degli enti finanziari, tali *ratios* patrimoniali sono divenuti nel tempo delle effettive variabili strategiche, poiché i valori assunti da questi coefficienti sono in grado di condizionare significativamente la concreta operatività di molte aree e settori del *core business*, presentandosi, ormai, come variabili logiche per impostare politiche di crescita interna. Le operazioni di *securitization* possono essere intraprese, dunque, con lo scopo di modificare il coefficiente patrimoniale più importante, l'indice di solvibilità, per rendere meno oneroso il rispetto dei limiti soglia richiesti dalle autorità, senza dover intaccare la ricostituzione del *pool* di *assets* dell'ente. In sintesi, la cartolarizzazione può incidere negativamente sul denominatore del coefficiente di solvibilità, migliorandone il valore percentuale<sup>39</sup>. La struttura più utilizzata per elaborare operazioni di cartolarizzazione con lo scopo di modificare il *ratio* di solvibilità è la forma "*Cherry-picking*": la composizione del *pool* di *assets* viene ricostituita trasferendo allo *SPV* crediti con *rating* elevati ed utilizzando la liquidità ottenuta per investire in nuovi crediti che presentano *rating* più bassi. Così facendo, l'*originator* non intacca il valore dei *ratios* patrimoniali e al tempo stesso aumenta la redditività potenziale del proprio portafoglio (poiché i nuovi crediti con rischio maggiore comportano rendimenti più elevati)<sup>40</sup>.

### 2.4.4 Contributo alla gestione dei rischi

Le operazioni di *securitization* sono in grado di fornire alle società emittenti un'assistenza essenziale per quanto riguarda la gestione di alcune tipologie di rischio come il rischio di credito e di mercato.

Per rischio di credito si intende la variazione non attesa del merito creditizio di una controparte, nei confronti della quale vi è in essere un'esposizione economica, che provoca una variazione imprevedibile del valore di mercato della posizione di credito<sup>41</sup>. La

---

<sup>39</sup> Gli attivi ad "alta ponderazione" vengono rimossi dal bilancio dell'*originator* e trasferiti allo *SPV* e le risorse liquide che derivano dall'operazione possono essere utilizzate per estinguere e ripagare posizioni debitorie o per investire in attività con ponderazione inferiore.

<sup>40</sup> S. De Angeli, *La securitization dei crediti bancari*, M. Oriani, 2000.

<sup>41</sup> Si identifica nella possibilità di insolvenza e di deterioramento del merito di credito: operativamente, il tasso di sconto utilizzato per attualizzare i *cash flows* futuri aumenta nella sua componente di premio per il rischio, provocandone la diminuzione del valore complessivo.

cartolarizzazione è per sua struttura in grado di trasferire questo rischio dall'intermediario finanziario a soggetti esterni, come gli investitori di *ABS*. Il trasferimento di tale rischio non è totale in quanto alcune forme di *securitization* (come la sottoscrizione di tranches di *ABS* di basso rating) non consentono una definitiva eliminazione della possibile insolvenza. In effetti, tramite queste strutture si viene a realizzare una scomposizione del rischio di *default* della controparte tra più operatori economici coinvolti a vari livelli nell'operazione, assicurando all'ente emittente di delimitare la sua esposizione complessiva. Un altro vantaggio significativo della *securitization* è dovuto alla fase preparatoria dell'operazione, in quanto viene richiesta l'acquisizione o elaborazione di una vasta gamma di informazioni sul portafoglio di crediti da cartolarizzare<sup>42</sup>: da queste analisi possono articolarsi stime sulle probabilità di insolvenza dei debitori e sulle scadenze di rientro dei crediti.

Infine, il contributo offerto dalle operazioni di *securitization* riguardano anche il rischio di mercato, al quale sono riferite eventuali oscillazioni di valore di uno strumento finanziario, o di un portafoglio di strumenti, connesse a delle variazioni inattese delle condizioni del mercato di riferimento. In particolare, le fonti principali di rischio di mercato per gli istituti finanziari sono il rischio di interesse e di cambio. La cartolarizzazione può essere utilizzata per indirizzare l'ente verso un'esposizione obiettivo, definita a priori, al rischio di mercato, intervenendo influenzando la gestione dell'oscillazione dei tassi di interesse e dei rapporti di cambio<sup>43</sup>.

## **2.5 I rischi delle operazioni di *securitization***

Dopo una sintetica illustrazione dei vantaggi e delle finalità delle operazioni di cartolarizzazione, è utile e doveroso analizzare ora i profili di rischio connessi a queste operazioni. Per poter valutare con occhio critico e consapevole la convenienza di un'operazione di *securitization*, è fondamentale riconoscere che essa comporta dei rischi collegati sia alla fase precedente la trasformazione dei crediti in titoli *ABS*, sia alle fasi successive al completamento della procedura. Tali rischi investono tanto i sottoscrittori di *asset-backed securities* quanto l'*originator* e gli altri operatori economici che intervengono nell'operazione.

---

<sup>42</sup> Si veda pag. 23

<sup>43</sup> Per un'analisi più dettagliata si fa riferimento ai modelli tradizionali di "*repricing gap*" e ai concetti di *asset-liability management*, *gap* intertemporale, attività e passività *rate-sensitive* (*ARS* e *PRS*) nella letteratura economico-finanziaria.

Le principali problematiche e svantaggi della cartolarizzazione possono essere schematizzati come segue:

1. Rischi di credito:

- solvibilità degli operatori economici coinvolti;
- pagamento (capitale e interessi) dei titoli;
- trasformazione del rischio di liquidità (degli operatori e/o dei titoli) in rischio di credito

2. Rischi legali:

- situazioni di conflitto d'interesse;
- correttezza giuridica della documentazione e dei contratti
- solidità legale della struttura dell'operazione

3. Rischi informativi:

- continuità e qualità degli obblighi informativi verso le autorità e gli organi di controllo;
- adeguatezza delle informazioni rivolte ai mercati;
- rappresentazione congrua e trasparente nei bilanci dei soggetti coinvolti;
- tutela della privacy dei debitori ceduti;
- identificazione dei debitori ceduti e dei sottoscrittori di titoli ai fini dell'antiriciclaggio.

*Fonte:* rielaborazione personale di “*La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*”, C. Giannotti, Editore Franco Angeli, 2004, pag. 58.

### **2.5.1 Il rischio di credito**

Molti sono i fattori che influenzano significativamente il rischio di credito dei titoli cartolarizzati, così come quello di liquidità, tra i quali il grado di correlazione degli attivi che compongono il pool oggetto di *securitization*, la quota di rischio trasferita ai terzi, i supporti contrattuali ed extracontrattuali offerti e la presenza di clausole di rimborso anticipato. In linea generale, come anticipato precedentemente, il rischio di credito del portafoglio può ridursi grazie ad un aumento del grado di diversificazione<sup>44</sup> degli attivi presenti: gli *assets*

---

<sup>44</sup> *Assets* con caratteristiche eterogenee e non correlate hanno un effetto positivo sul rischio di credito, in quanto viene ridotta la sua componente non sistematica, la quale si stabilizza rendendolo più facilmente quantificabile.



dovrebbero essere diversificati per settori industriali, per tipologia e dimensioni dei debitori, per aree geografiche, etc. Le maggiori problematiche in questo senso si riscontrano per le istituzioni finanziarie di piccole dimensioni, caratterizzate da portafogli concentrati geograficamente e settorialmente, e presentano una gestione fortemente influenzata dall'andamento dell'economia locale o regionale. Per quanto riguarda, invece, il rischio di credito dei sottoscrittori di titoli, vi è un elemento che può risultare utile in alcune situazioni: la presenza di clausole di rimborso anticipato all'interno dell'operazione. Le più comuni ed utilizzate maggiormente sono due: le *call option* e le *trigger event*. La prima clausola consente allo *SPV* di rimborsare anticipatamente il capitale sui titoli e/o all'*originator* di riacquistare gli attivi oggetti di *securitization* prima della scadenza prefissata; l'esercizio di tale clausola determina il rimborso alla pari dei titoli e l'estinzione anticipata dell'intera operazione<sup>45</sup>. Una clausola analoga per tipologia, ma opposta per concessione poiché riguarda i sottoscrittori, è la *trigger event*: al contrario delle *call option*, prevedono la chiusura anticipata dell'operazione al verificarsi di taluni eventi predefiniti contrattualmente, mediante comunicazione allo *SPV* e all'emittente. Le *trigger event* obbligano lo *SPV* a rimborsare i titoli emessi e l'*originator* a riacquistare gli *assets* smobilizzati<sup>46</sup>. Per questi motivi, le clausole di rimborso anticipato espongono l'emittente al rischio di credito nei confronti dei debitori ceduti, ai rischi di liquidità e reputazione, la cui intensità è collegata alla data di attivazione delle clausole e al deterioramento e alle perdite di valore degli *assets* cartolarizzati. Per di più, il rischio di credito e di liquidità del soggetto al quale viene chiesto il rimborso anticipato (*originator*, *servicer* o *SPV*) è tanto maggiore quanto maggiore è la crescita del valore residuo del *pool* sul quale può essere esercitata l'opzione e quanto minore risulta essere la qualità di tali *assets* (l'ammontare di attivi da riacquistare e la presenza di crediti *non performing* fanno crescere significativamente l'esposizione al rischio). Infine, le clausole di estinzione anticipata espongono lo *SPV* e l'*originator* al rischio di liquidità a causa del possibile esborso per il riacquisto: per sopperire al fabbisogno finanziario aggiuntivo, l'*originator* potrebbe necessitare di un nuovo finanziamento, determinando un forte squilibrio finanziario tra i costi e i ricavi da interesse.

---

<sup>45</sup> Si tratta di opzioni di origine statunitense esercitabili dall'emittente durante un determinato periodo e sono molto diffuse nelle strutture che presentano come garanzie crediti a medio-lungo termine (mutui ipotecari). Da ricordare l'importanza della *clean up call*: speciale *call option* che permette all'*originator* o al *servicer* di acquistare il *pool* quando il valore residuo degli *assets* o dei titoli scende sotto una soglia limite prestabilita (*floor*), compreso tra il 5% e il 10% del valore iniziale del portafoglio.

<sup>46</sup> Queste clausole possono essere suddivise in due categorie, a seconda che presentino o meno un supporto diretto del credito: *trigger event* economiche e non economiche. Ciò che le differenzia è che le prime sono direttamente connesse al valore e alle performance degli attivi sottostanti.

## 2.5.2 I rischi legali

Per quanto riguarda la problematica dei rischi legali, ci si riferisce ai rischi connessi alla formale correttezza della documentazione giuridica e alla solidità legale di tutta l'operazione di *securitization*. In generale, al crescere della complessità della struttura di una cartolarizzazione (si pensi al caso delle operazioni *revolving* illustrato in precedenza) aumentano proporzionalmente i rischi legali. Per non dover incorrere in questo tipo di problemi, che potrebbero compromettere l'intera operazione, solitamente si richiede la consulenza e l'esperienza in materia di studi professionali esterni, il cui compito di revisione formale risulta fondamentale per il giudizio sul merito di credito delle *asset-backed securities*. Molteplici sono i fattori che potrebbero causare l'aumento del rischio legale di una *securitization*, tra i quali i più importanti possono essere sintetizzati come segue:

- La cessione dei crediti dall'*originator* allo *SPV* deve essere formalmente corretta, avvenire nella forma di cessione pro soluto ed essere efficace contrattualmente verso i debitori emittenti e i terzi;
- Non devono presentarsi vizi formali o sostanziali nella stipulazione dei contratti, come nel caso in cui l'emittente non sia l'effettivo proprietario degli assets o ancora non siano state eseguite tutte le procedure obbligatorie e l'*iter* legislativo perché un operatore economico trasferisca un proprio diritto di credito. La cessione deve presentare tutte le caratteristiche richieste dalla legge per essere opponibile ai debitori ceduti e ai terzi, consentendo il trasferimento delle garanzie connesse agli attivi sottostanti;
- Occorre analizzare attentamente i profili legali delle garanzie esterne e la natura del soggetto garante ed è importante riservarsi la possibilità contrattuale di poter sostituire i partecipanti dell'operazione che rivestono un ruolo importante come il *servicer* o lo *SPV*;
- Riguardo alla struttura prescelta per l'operazione di cartolarizzazione, la possibilità di rischio di *default* e fallimento dell'*originator*<sup>47</sup>, dei debitori ceduti, del *servicer* o dei soggetti garanti non devono compromettere legalmente il pagamento agli investitori dei titoli, né rendere nulla in maniera retroattiva la cessione degli *assets* o i rimborsi già avvenuti (attraverso revocatoria fallimentare);

---

<sup>47</sup>In caso di fallimento dell'emittente, assume fondamentale importanza l'isolamento giuridico e legale del pool di *assets* oggetto di *securitization* e i possibili effetti del procedimento fallimentare: i crediti ceduti devono costituire un patrimonio separato dal punto di vista giuridico e non rientrare nel patrimonio fallimentare dell'emittente.

- Numerosi sono i rischi legali connessi allo *SPV* e che possono influenzare la remunerazione dei titoli sottoscritti come il fallimento volontario, liquidazione o scioglimento, fusione o consolidamento. Per questo motivo deve essere riconosciuta legalmente allo *SPV* la natura di *bankrupty remote company*<sup>48</sup>, in modo tale da potersi proteggere giuridicamente da possibili istanze di fallimento.

### 2.5.3 I rischi informativi

I profili informativi sono di fondamentale importanza in riferimento agli obblighi di trasparenza e di vigilanza, alla corretta e veritiera rappresentazione dell'operazione di *securitization* nel bilancio, alla trasparenza del collocamento finale dei titoli sui mercati finanziari e agli interessi tutelati dalle normative sulla *privacy* e sull'antiriciclaggio. Il rischio informativo più importante è rappresentato dal pericolo che un'operazione di *securitization* non garantisca la qualità e la continuità delle informazioni sul merito di credito a disposizione dei finanziatori. Tali informazioni sono necessarie per il corretto funzionamento del mercato creditizio: le operazioni di cartolarizzazione dovrebbero essere, per l'appunto, assicurate da una trasparenza e chiarezza contrattuale ed operativa in modo tale da evitare i problemi derivanti dalle asimmetrie informative tra sistema bancario e di intermediazione con gli organi di autorità e vigilanza. I documenti informativi, in generale, riguardano la struttura dell'operazione, le caratteristiche e la qualità del portafoglio sottostante e i diversi ruoli assunti dagli operatori economici coinvolti (*servicer, originator, trust, etc.*), qualsiasi cambiamento che abbia un impatto potenziale sulla performance dei titoli. Tali documenti dovranno essere forniti, per legge, durante tutte le fasi antecedenti e successive al completamento della *securitization* e devono rispecchiare le normative sul trattamento dei dati personali e le disposizioni sull'antiriciclaggio.

---

<sup>48</sup> I criteri per tale definizione riguardano: vincoli all'oggetto sociale e all'attività operativa, limiti di indebitamento, autonomia nelle scelte gestionali di amministratori e manager, divieto di operazioni straordinarie, priorità degli investitori in titoli per il pagamento degli interessi e del capitale, indipendenza legale tra lo *SPV* e il *pool* cartolarizzato.

## Capitolo 3: Le lacune della regolamentazione e le possibili soluzioni per il futuro in Europa

### 3.1 Gli accordi di Basilea

Le linee guida per la determinazione dei requisiti patrimoniali e prudenziali degli istituti di credito vengono concordati a livello internazionale dal *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)*<sup>49</sup>. Questa istituzione è il principale organismo per la definizione degli standard a livello mondiale per la regolamentazione prudenziale del settore bancario e di intermediazione finanziaria, la quale fornisce anche un'apposita sede costitutiva per la cooperazione internazionale. I suoi compiti ed obiettivi principali sono: il rafforzamento della regolamentazione di vigilanza e le prassi bancarie ed accrescere la stabilità finanziaria del sistema economico internazionale. Dal 1974, il Comitato di Basilea ha raggiunto tre principali accordi internazionali, denominati “*Basilea 1*”, “*Basilea 2*”, “*Basilea 3*”, ognuna delle quali definisce l'assetto e la struttura giuridica della vigilanza e delle autorità prudenziali cui gli istituti di intermediazione dei diversi Paesi sono chiamate a rispettare. Di norma, gli accordi dettati dal *BCBS* devono poi essere integrati nei regolamenti dei singoli Stati, con la possibilità di alcune modifiche e/o integrazioni entro certi vincoli limitativi. Spostando il *focus* a livello europeo, il recepimento delle direttive di Basilea avviene attraverso i cosiddetti *CRD package*: direttive comunitarie che mirano alla costituzione di un quadro regolamentare globale e al miglioramento della gestione del rischio tra le istituzioni finanziarie internazionali (*risk sensitive*). Infine, la disciplina contenuta nei *CRD* viene a sua volta tradotta nelle fonti del diritto nazionali di ogni singolo Paese per la loro ufficiale entrata in vigore<sup>50</sup>.

Si può osservare che il quadro regolamentare delineato dal *BCBS* rappresenta un vero e proprio vincolo che incide significativamente, come variabile chiave, sulle decisioni che gli istituti finanziari compiono durante le operazioni di *securitization*: gli *originators* scelgono di procedere con le cartolarizzazioni dei propri *assets* oppure di investire (*investment bank*) in titoli derivanti da cartolarizzazione proprio in funzione dell'impatto che le scelte stesse possono avere sui coefficienti patrimoniali minimi di capitale imposti.

---

<sup>49</sup> Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un'organizzazione internazionale istituita nel 1974 dai presidenti delle Banche Centrali dei Paesi membri del *G10* ed opera sotto il patrocinio della *Bank for International Settlements (BIS)*, ovvero la più antica organizzazione economico-finanziaria internazionale.

<sup>50</sup> In Italia, l'organo con questo mandato è rappresentato dalla Banca d'Italia (secondo il Testo Unico Bancario), la quale deve emettere specifiche Circolari per l'attuazione delle direttive.

### 3.1.1 Basilea 1

Il primo accordo del 1988, *Basilea 1*, nacque per rispondere alla necessità e all'esigenza di uno schema normativo internazionale uniforme in tema di adeguatezza patrimoniale bancaria e standardizzazione degli istituti finanziari. L'accordo principale di *Basilea 1* riguardò la formula generale per l'imposizione del coefficiente patrimoniale minimo ponderato per il rischio: tramite la formula tecnica imposta dal *BCBS*, ogni istituto bancario poteva essere agevolato e favorito in tema di solvibilità e di assunzione controllata dei rischi di investimento. Il coefficiente era calcolato in base a quattro categorie di ponderazione del rischio prestabilite<sup>51</sup>, facendo sì che il focus delle direttive fosse concentrato verso il tema del rischio di credito e di mercato. Le principali lacune giuridiche di questo accordo hanno però consentito ampio spazio allo sfruttamento delle condizioni di arbitraggi regolamentari: sfruttando le rigidità imposte a priori, dove le ponderazioni per il rischio erano state fissate e determinate in funzione della specifica natura di *assets* considerato invece che sulla loro effettiva rischiosità intrinseca, gli istituti finanziari cartolarizzavano le attività meno rischiose trasferendole fuori dal proprio bilancio mentre detenevano quelle più rischiose e di qualità peggiore, senza che ciò determinasse penalizzazioni o segnalazioni in termini di capitale regolamentare minimo richiesto<sup>52</sup>. Ciò ha provocato nel tempo ad un'esposizione al rischio di credito e di liquidità da parte delle banche e degli istituti di intermediazione, i quali stavano utilizzando sempre più frequentemente le operazioni di *securitization* nate in quegli anni.

### 3.1.2 Basilea 2

Col conseguente sviluppo delle tecniche e delle strutture di cartolarizzazione nel tempo, il Comitato di Basilea decise di riunirsi per approvare un nuovo accordo internazionale che ponesse dei nuovi vincoli patrimoniali all'interno del mercato delle *securitizations*. Nel 2006 fu approvato così *Basilea 2*, accordo che per la prima volta nella storia definì le regole per il calcolo del requisito minimo di capitale per le esposizioni verso operazioni di cartolarizzazioni. Inutile dire che il tempismo non fu la migliore arma utilizzata per far fronte alle lacune di *Basilea 1*: l'anno successivo al secondo accordo internazionale fu l'anno dello scoppio della crisi. Le direttive poste in essere dal *BCBS* nel 1988 non furono prontamente ed adeguatamente rinnovate e modificate con l'insorgere delle *securitizations* e gli istituti bancari, che avevano ormai da anni cartolarizzato *assets* a rischio nullo detenendo invece quelli più rischiosi proprio nel rispetto delle normative vigenti, si ritrovarono in grave

---

<sup>51</sup> Le quattro categorie furono così definite: Rischio nullo o ponderazione 0% (crediti verso banche centrali, titoli di debito sovrano, etc.); Rischio basso o ponderazione 20% (crediti verso banche multilaterali, crediti verso enti pubblici, etc.); Rischio medio o ponderazione 50% (mutui assistiti da garanzie reali); Rischio pieno o ponderazione 100% (crediti verso privati, partecipazioni private, crediti verso banche ed enti privati, etc.).

<sup>52</sup> M. Mazzucca, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano, 2015, p.87.

difficoltà economica. Il Comitato si riunì nuovamente (con maggiore tempismo) promuovendo il pacchetto *Basilea 2.5* nel 2009, cercando di porsi come prima ed immediata risposta all'irrompere della crisi finanziaria, la quale deve la sua nascita proprio all'uso distorto dei prodotti cartolarizzati e delle operazioni di *re-securitizations*<sup>53</sup>, portando alla luce le fragilità giuridiche e le lacune vigenti.

La cartolarizzazione, come illustrato nel Capitolo 2, comporta per sua natura il trasferimento a terzi della proprietà e/o del rischio associati alle esposizioni creditizie dell'*originator* e la corretta gestione e trattamento di esse, a fini di sorveglianza prudenziale, è articolato in base alla previsione di requisiti patrimoniali che prendano in maggiore considerazione l'entità e la natura del rischio trattenuto, o d'altra parte assunto, dalla banca e il ruolo<sup>54</sup> rivestito all'interno del processo di *securitization*. *Basilea 2*, per determinare e definire i requisiti di capitale minimo a fronte di un'operazione di cartolarizzazione, disciplina due metodi:

1. *Standardised Approach (SA)*;
2. *Internal Ratings-Based (IRB) Approach*.

La scelta di un metodo rispetto all'altro è rinviata allo specifico tipo di autorizzazione in capo agli istituti finanziari per il calcolo del coefficiente patrimoniale minimo a fronte del rischio di credito delle esposizioni sottostanti il *pool* di *assets* cartolarizzato.

Lo *Standardised Approach* è prevalentemente rivolto a banche di piccole dimensioni che applicano il metodo standard per il calcolo dei requisiti patrimoniali: le esposizioni cartolarizzate vengono cioè ponderate con coefficienti di rischio (*risk weight*) differenziati in base al relativo *rating* e al ruolo assunto dall'ente finanziario. Nella seguente tabella vengono evidenziate le ponderazioni di rischio per classi di *rating* di *ABS*<sup>55</sup>:

<i>Rating</i>	Da AAA a AA-	Da A+ a A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a BB-	Minore di B+	Privo di <i>rating</i>
Ponderazione ABS	20%	50%	100%	350% <i>Originator</i> deduzione	Deduzione	Deduzione <i>Originator</i> <i>look-through</i>

<sup>53</sup> Operazioni *cross-border* di cartolarizzazione di esposizioni finanziarie verso altre cartolarizzazioni già esistenti.

<sup>54</sup> La definizione del ruolo è funzionale all'applicazione di diverse ponderazioni di rischio a parità di esposizioni da cartolarizzazione: si definisce *investment bank*, l'ente che assume il rischio economico dell'esposizione derivante da *securitization*; mentre si definisce *originator* l'ente che origina direttamente o indirettamente l'emissione dei titoli.

<sup>55</sup> Il BCBS, con lo scoppio della crisi, ha definito regole più restrittive (*Basilea 2.5*) per penalizzare titoli *ABS* più "opachi" e complessi, costruiti tramite *re-securitizations* con l'obiettivo di ottenere buoni *rating* a fronte di un sottostante *pool* di scarsa qualità, con il conseguente declassamento dopo lo scoppio della bolla *subprime*. Queste regole distinguono più analiticamente anche le operazioni di ri-cartolarizzazione, penalizzandole aumentandone i fattori di ponderazione a loro associati.

Fonte: *Resoconto della Consultazione delle Disposizioni di vigilanza in materia di operazioni di cartolarizzazione*, Banca d'Italia, 2010.

La principale differenza rispetto a *Basilea 1* risiede nel classificare i fattori di ponderazione di rischio non più tramite la definizione della tipicità e la classe di *assets* sottostante il portafoglio cartolarizzato (quattro categorie di rischio definite a priori) ma bensì sulla base dei rating assegnati dalle agenzie esterne e sul merito creditizio degli attivi (AAA, AA+, etc.). Inoltre, si assiste ad una ben precisa distinzione dei *risk weights* sulla base del ruolo (*originator, investment bank*) assunto dall'ente in corrispondenza delle classi di rating: è prevista una ponderazione più penalizzante per le esposizioni trattenute dagli *originators* rispetto a quella imposta alle *investment banks*. Per quanto riguarda le esposizioni da *securitization* prive di rating, gli *originators* possono in alternativa applicare il metodo *look-through*<sup>56</sup> a condizione che la composizione del *pool* sia nota in ogni fase dell'operazione. D'altra parte, invece, gli istituti autorizzati ai metodi *IRB* devono utilizzare il metodo di *Internal Rating Based Approach* per il calcolo dei requisiti patrimoniali regolamentari a fronte di esposizioni relative a cartolarizzazioni. Sono previsti dal BCBS due approcci:

1. *Rating-Based Approach (RBA)*: metodo basato sul rating assegnato dalle agenzie specializzate<sup>57</sup>, sul grado di frazionamento del portafoglio, sul livello di protezione di cui beneficia ciascuna *tranche* sottostante i titoli *ABS*. Rispetto alla tabella riguardante l'approccio *SA*, questo modello prevede altre griglie più articolate prendendo in considerazione variabili come il numero di esposizioni totali e il grado di *seniority* (*junior* o *senior tranche*).<sup>58</sup>
2. *Supervisory Formula Approach (SFA)*: metodo utilizzato in assenza di agenzie di rating esterne che determina i requisiti patrimoniali considerando le caratteristiche tecniche delle operazioni. Il calcolo si basa sulla ponderazione di alcuni *input* per ogni *tranche*: il livello di *credit enhancement*, maggiore è il

---

<sup>56</sup> Secondo l'approccio *look-through* a tali esposizioni l'istituto finanziario può applicare un fattore massimo di ponderazione del rischio pari al fattore medio di ponderazione del rischio applicabile alle esposizioni sottostanti. "Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento", Commissione Europea (2015), Bruxelles: Commissione delle Comunità europee (COM (2015) 473 final), relazione finale, p.10.

<sup>57</sup> Agenzie esterne di valutazione del merito di credito previste da *Basilea 2*, definite *External Credit Assessment Institution (ECAI)*.

<sup>58</sup> Per uno schema più approfondito ed analitico si veda "Tabella delle ponderazioni a lungo termine con approccio *RBA*", Banca d'Italia, 2006.

supporto delle *tranche* subordinate e minore risulta il coefficiente; lo spessore (*thickness*), maggiore è la *thickness* della tranche e minore risulta il coefficiente di ponderazione; il numero di esposizioni, maggiore è il numero di esse, più frammentato è il *pool* di *assets* e minore risulta il coefficiente; il valore *LGD*<sup>59</sup> del portafoglio, minore è la perdita e minore risulta il coefficiente.

È interessante notare come, mentre il metodo standard *SA* contempra solo classi discrete di coefficienti e un solo fattore di rischio (*rating*), il metodo *RBA* preveda invece più classi discrete di coefficienti e più *risk factors*, il metodo più articolato e analitico sembra essere il modello *SFA*, che determina una continua successione di ponderazioni che tiene conto di tutti i fattori rilevanti dell'operazione e che comporta dunque un alleggerimento di fatto dei requisiti patrimoniali per quelle banche con qualità di portafoglio medio-bassa ma molto frammentati.

### 3.1.3 Basilea 3

Nonostante *Basilea 2* sembri trovare delle soluzioni e dei rimedi tecnici precisi per contrastare la diffusione e l'uso distorto delle operazioni di *securitization*, si è ritenuto conveniente procedere negli anni seguenti con l'approvazione di nuove direttive, in quanto la finanza strutturata e la cosiddetta "ingegneria finanziaria" sono riuscite ad aggirare, tramite l'articolazione di operazioni ancora più complesse e di difficile valutazione, i vincoli dei requisiti minimi patrimoniali. Dopo ampie consultazioni, il *BCBS* ha pubblicato un primo documento consultivo nel dicembre 2012 (*BCBS, 2012*), un secondo a dicembre 2013 (*BCBS, 2013*) corredato da un paper tecnico e infine un documento in data 11 dicembre 2014 (*BCBS, 2014*). Nel 2015 è stato prodotto, in conclusione, l'accordo *Basilea 3*, che si delinea come una vera e propria revisione dell'intero quadro regolamentare per il trattamento delle operazioni di *securitization* con l'obiettivo di rendere più solido e resiliente il sistema bancario e finanziario. In sintesi, la revisione e le modifiche di *Basilea 3* hanno riguardato alcune lacune dell'accordo precedente, così schematizzabili<sup>60</sup>:

- Dipendenza diretta ed automatica dai *rating* esterni;
- Ponderazioni per il rischio troppo basse per le esposizioni dotate di *rating* elevato (*highly-rated*), soprattutto nel caso di *re-securitization*;

---

<sup>59</sup> *Loss Given Default*: tasso medio di perdita in caso di inadempienza.

<sup>60</sup> M. Mazzucca, *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano. 2015, p.87.



- Ponderazioni per il rischio troppo elevate per esposizioni senior con rating basso (*low-rated*), risultate inadeguate, in quanto molte esposizioni *low-rated* hanno comportato la possibilità di recuperare parte del capitale;
- Effetti pro ciclici definiti *cliffs*, influenzati sia dalla rapidità con la quale i coefficienti per il rischio possono aumentare sia dalle differenze in valore assoluto dei coefficienti di ponderazione;
- Insufficiente *risk-sensitive* del quadro regolamentare.

### 3.2 Analisi empiriche sul mercato finanziario europeo post Basilea 3

Attraverso lo studio del *paper* economico “*Securitization and credit quality*” elaborato da Alper Kara, David Marques-Ibanez, Steven Ongena nel 2017, in collaborazione con la Banca Centrale Europea, emergono delle osservazioni da porre in evidenza per quanto riguarda l’effetto delle operazioni di *securitization*, elaborate dopo l’entrata in vigore dell’accordo Basilea 3, sul mercato finanziario europeo e la qualità del credito concesso. In questa relazione, si nota come, nonostante gli istituti d’intermediazione siano genericamente dotate di migliori informazioni riguardanti il merito di credito del loro *pool* di *asset* da cartolarizzare, rispetto agli altri operatori economici di mercato, le operazioni di cartolarizzazione da loro originate sembrano essere empiricamente dotate di maggior rischio di credito. In questo *paper*, è stato utilizzato un set di dati forniti dalla BCE riguardanti le caratteristiche dei prestiti cartolarizzati da parte degli istituti bancari europei e, attraverso la formulazione di modelli econometrici, si arriva ad osservare che le performance degli *assets* oggetto di *securitization* si deteriorano nel tempo, essendo influenzati da variabili come la dipendenza dal giudizio di *rating* e un’insufficiente ponderazione del rischio di credito.

Questi dati non devono risultare sorprendenti in quanto le operazioni di cartolarizzazione sono soggette a nuove articolazioni e strutture sempre più complesse, in grado di aggirare i limiti imposti dalla vigilanza prudenziale, rendendo sempre più difficile la valutazione degli *assets* sottostanti alla *securitizations*. Vi sono altre carenze che sembrano affiorare dall’accordo *Basilea 3*: il Comitato di Basilea è infatti sempre più frequentemente chiamato a revisionare i documenti riguardanti le disposizioni in materia di regolamentazione prudenziale attraverso nuove tecniche di calcolo della gestione del rischio di credito, attraverso la trasparenza nella strutturazione operativa della cartolarizzazione in modo tale da consentire la comparabilità tra istituti bancari e le diverse giurisdizioni.

### 3.3 Il nuovo regolamento UE 2017<sup>61</sup>

Il regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2017 stabilisce un quadro generale nuovo per la cartolarizzazione, instaurando un quadro specifico per le cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, modificando così le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE ed i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012. Tramite questo regolamento l'Unione Europea mira al rafforzamento del quadro normativo instaurato dopo la crisi finanziaria dagli accordi di Basilea per far fronte ai rischi intrinseci nelle operazioni di cartolarizzazione di *assets* molto complesse, "opache" e di difficile valutazione. In questo documento vengono disposte delle norme che permettono in maniera qualitativa e quantitativa i prodotti da *securitization* semplici, trasparenti e standardizzati dagli strumenti di natura ambigua e non facilmente osservabili a livello di trasparenza informativa. Una delle principali novità risiede nel divieto assoluto di ricartolarizzazione, fatte salve alcune deroghe speciali per determinati casi previsti dalle nuove normative e utilizzate per fini legittimi. Un'altra proposta innovativa risiede nella disposizione secondo la quale l'*originator* dovrebbe poter delegare i compiti di operatività e strutturazione al *servicer*, ma allo stesso tempo dovrebbe rimanere responsabile giuridicamente della gestione del rischio. Si propone inoltre un nuovo ruolo da affidare al *servicer*, ovvero quello di gestore di patrimoni regolamentati, senza che venga ad esso attribuito il rischio di credito, attraverso la sua trasformazione in un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (*OICVM*), o di gestore di fondi di investimento alternativi (*AIFM*). Altro punto di notevole interesse è la proposta di sanzioni derivanti la violazione dell'obbligo di non poter trasferire *assets* dall'*originator* allo *SPV* il cui profilo di rischio di credito sia superiore a quello di attività comparabili detenute nel bilancio dell'emittente, senza l'approvazione o la conoscenza di ciò da parte dei sottoscrittori. Di particolare rilievo risulta la disposizione della volontà di stabilire una definizione generale e completa di cartolarizzazione standard (*STS*), applicabile a livello intersettoriale, con la consulenza del *BCBS* e dell'organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (*IOSCO*), con l'approvazione dell'autorità europea di vigilanza prudenziale (*EBA*).

In conclusione, si possono riassumere le proposte future già discusse nel Nuovo Regolamento Europeo come segue:

- Entro il 2 luglio 2019, l'*EBA*, in stretta cooperazione con l'*ESMA* e l'*EIOPA*, pubblicherà una relazione sulla fattibilità di un quadro specifico per le cartolarizzazioni sintetiche semplici, trasparenti e standardizzate;

---

<sup>61</sup> Rielaborazione personale sulla base del Regolamento UE 2017/2402 del 12 dicembre 2017.

- Entro il 2 gennaio 2020, la Commissione presenterà al Parlamento Europeo e al Consiglio una relazione in merito all'istituzione di un quadro specifico per le proposte di securitization *STS*, corredato da una proposta legislativa;
- Entro il 1 gennaio 2022 la Commissione presenterà al Parlamento e al Consiglio una relazione finale sul funzionamento del nuovo regolamento europeo corredandola di una proposta legislativa;
- Entro il 1 gennaio 2021 e successivamente ogni 3 anni, il Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza pubblicherà una relazione su: attuazione dei requisiti per le *STS*; valutazione delle azioni avviate dalle autorità competenti, dei rischi rilevanti e delle nuove vulnerabilità al fine di un adeguamento del regolamento.

## Considerazioni finali

Alla luce di quanto illustrato in precedenza, si può giungere alla conclusione che le operazioni di *securitization* non possiedono una pericolosità intrinseca: ciò che ha contribuito a considerare le tecniche di cartolarizzazione come la causa del crollo dell'intero sistema finanziario nella crisi 2007-09 è stato l'abuso di questo strumento da parte degli istituti d'intermediazione, favorito da un'eccessiva complessità dei titoli derivati dovuta alla nascita di tecniche di "ingegneria finanziaria" in grado di renderne di difficile valutazione l'effettiva rischiosità.

Da un lato, le banche e le istituzioni d'intermediazione hanno perso la possibilità di porre in essere un'operazione fondamentale per alimentare il canale di raccolta; dall'altro gli investitori si sono visti sottrarre l'opportunità di sottoscrivere titoli caratterizzati da buoni rendimenti, utili al fine di diversificare il portafoglio. Un altro fattore chiave che influenza in maniera significativa il processo di cartolarizzazione è il giudizio di merito di credito da parte delle agenzie di *rating*.

Non si può, infine, non evidenziare e rimarcare uno degli aspetti cruciali alla base dell'instabilità finanziaria conseguente allo scoppio della crisi: la mancanza di una regolamentazione di vigilanza e di un insieme di organizzazioni di autorità prudenziali internazionali adeguati, capaci di mantenere un controllo del mercato delle *securitization*, tramite l'emanazione di leggi e direttive volte al contenimento del rischio di credito di queste operazioni.

In conclusione, le nuove normative e disposizioni promulgate dal Parlamento Europeo nel 2017 fanno ben sperare in una definitiva regolamentazione chiara, completa ed esaustiva per quanto concerne diritti e doveri degli operatori coinvolti in un processo di cartolarizzazione e la valutazione dei rischi connessi.

## Riferimenti Bibliografici

### BANCA D'ITALIA

- 2010. Resoconto della Consultazione delle Disposizioni di vigilanza in materia di operazioni di cartolarizzazione;
- 2017: *Rapporto sulla stabilità finanziaria n. 1*, aprile.

### BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS)

- 2006. *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version*, Basel, Bank for International Settlements, June;
- 2009. *Principles for sound stress testing practices and supervision*, Basel, Bank for International Settlements, May;
- 2009. *Enhancements to the Basel II Framework*, Bank for International Settlements, July;
- 2014. *Basel III Document. Revisions to the securitisation framework*, Basel, Bank for International Settlements, December;
- 2016. *Basel III Document. Revisions to the securitisation framework. Amended to include the alternative capital treatment for “simple, transparent and comparable” securitisations*, Basel, Bank for International Settlements, July.

### BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, IOSCO Board

2015: *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitizations*, Basel, Bank for International Settlements, July.

BROCCARDO E., 2015. *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano.

CESARINI F., 2009. *Ripensare il ruolo delle banche: dal predominio della finanza a un difficile ritorno alla valutazione del rischio*, in *Bancaria*, 11/2009, p. 3-9.

COTUGNO M., 2016. *Credito non-performing e forborne exposure: nuove regole e implicazioni gestionali*, in *Bancaria*, 72 (6), pp. 77-87.

CUCCOVILLO F., MESSINA P., 2012. *Le operazioni strutturate sui crediti: aspetti legali e finanziari*, in *Professionisti e Imprese*, Maggioli Editore.

DE ANGELIS S., ORIANI M., *La securitization dei crediti bancari*, Editore Franco Angeli, 2000.

DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., 2014. *Il sistema bancario e la crisi finanziaria*, Cacucci Editore, Bari.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA)

- 2014. *Final Draft Implementing Technical Standards on Supervisory Reporting on Forbearance and Non-Performing Exposures under article 99(4) of Regulation (EU) No 575/2013*, 24 July;

- 2014. *Discussion paper on simple, standard and transparent securitization*, 14 October.

FORESTIERI G., 2007. *Corporate and Investment banking*, Egea, 2007.

GIANNOTTI C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Editore Franco Angeli, 2004.

KARA A., et al., 2017. *Securitization and credit quality*, in Econstore, n. 2009, February.

MAZZUCCA M., 2015. *Cartolarizzazioni bancarie in Italia. Nuove Frontiere dopo la crisi*, Egea, Milano.

MONTI E., 2011. *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, Milano.

PAIS A., 2005. *The role of Securitization in the Capital Structures of Banks*, working paper, Massey University, December.

SARKISYAN A., et al., 2010. *Securitization and Bank Performance: Some Empirical Evidence on US Commercial Banks*, in *Bancaria Special Issue*, n.3, May.

## **Sitografia**

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.datastream.com](http://www.datastream.com)

[www.europeansecuritization.com](http://www.europeansecuritization.com)

[www.moody.com](http://www.moody.com)

[www.securitization.com](http://www.securitization.com)

Totale parole (escluso indice e riferimenti bibliografici): 13.931