

Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di "Finanza aziendale corso avanzato"

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

RELATORE

Prof. Ernesto Monti

CANDIDATO Patricia Anna Fabiana Troiano

Matr. 631331

CORRELATORE

Prof. Mario Comana

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

*Ho sceso milioni di scale dandoti il braccio
non già perché con quattr'occhi forse si vede di più.
Con te le ho scese perché sapevo che di noi due
le sole vere pupille, sebbene tanto offuscate,
erano le tue.*

(Eugenio Montale)

Alla mia mamma

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

Capitolo 1

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

1.1- La crisi finanziaria del 2007

1.1.1 Le fasi della crisi

1.1.2 Teorie economiche per spiegare la crisi

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

1.2 La liquidità delle banche

1.2.1 Cause e conseguenze del liquidity risk

1.2.2 Come la crisi ha cambiato la liquidità delle banche

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

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

1.3.2 La regolamentazione finanziaria e la crisi

1.3.3 Le indicazioni di Basilea 3

1.4 Aree di intervento per ripristinare la stabilità finanziaria

Capitolo 2

La cartolarizzazione del credito come fonte di liquidità delle banche

2.1 Una tecnica rappresentativa dell'innovazione finanziaria

2.1.1 Cos'è la securitization?

- 2.1.2 L'evoluzione della tecnica di securitization
- 2.2 L'emblema della cartolarizzazione**
 - 2.2.1 ...da causa della crisi finanziaria...
 - 2.2.2 ...a possibile soluzione della crisi di liquidità
 - 2.2.3 Nuove regole sulle cartolarizzazioni
- 2.3 La cartolarizzazione per il rifinanziamento delle banche**
- 2.4 I titoli ABS come garanzia; gli eligibility criterias**

Capitolo 3

La cartolarizzazione e le banche italiane

- 3.1 Le banche italiane e la cartolarizzazione del credito prima della crisi**
 - 3.1.1 La legge n. 130 del 30 aprile 1999
 - 3.1.2 La cartolarizzazione in Italia prima della crisi del 2007
- 3.2 L'intermediazione in Italia**
- 3.3 La crisi finanziaria del 2007 per le banche italiane**
- 3.4 La cartolarizzazione post-crisi per il rifinanziamento delle banche**
- 3.5 Le statistiche e il fenomeno della cartolarizzazione**

Capitolo 4

La cartolarizzazione dei crediti; il caso MPS

- 4.1 Siena 2010-7**
 - 4.1.1 Loan origination process
 - 4.1.2 Le caratteristiche dell'operazione
 - 4.1.3 La valutazione delle agenzie di rating

Premessa

La presente trattazione si propone di fornire un'analisi riguardante l'uso della tecnica di cartolarizzazione del credito, il mercato relativo e la sua evoluzione in particolar modo durante la crisi finanziaria del 2007. Per raggiungere tale obiettivo si è deciso di partire dalla presentazione dell'ambiente economico e finanziario che ha preceduto le turbolenze, con una chiara descrizione dei maggiori avvenimenti che hanno caratterizzato il mercato. La crisi della finanza ha portato alla luce le lacune del sistema finanziario e della regolamentazione in materia che ha sottovalutato alcuni rischi, oggi divenuti di fondamentale importanza ed oggetto di continuo monitoraggio, come per esempio il rischio di liquidità. La liquidità, infatti, è elemento essenziale per il corretto funzionamento dei mercati e per il mantenimento della solvibilità delle istituzioni finanziarie. Proprio la necessità di liquidità è tra i principali motivi che spingono le istituzioni finanziarie a cartolarizzare i propri crediti in modo da smobilizzare attività normalmente non negoziabili, trasformandole in attività scambiabili sul mercato dei capitali. La forte internazionalizzazione e globalizzazione dei mercati, compresi quelli della finanza, e l'espansione territoriale cui sono stati sottoposti gli intermediari finanziari ha attribuito un ruolo sempre maggiore alla regolamentazione internazionale in materia. Dunque, la crisi ha messo in evidenza le lacune del sistema cui le istituzioni internazionali hanno cercato di porre rimedio attraverso l'introduzione di nuove disposizioni regolamentari; fanno parte di tali innovazioni, per esempio, l'introduzione

del Liquidity Coverage Ratio (indicatore di breve termine) e del Net Stable Funding Ratio (indicatore di medio-lungo termine) con la redazione del Nuovo Accordo di Basilea3.

Nel primo capitolo ci soffermeremo sull'illustrazione del contesto economico-finanziario e sull'importanza della stabilità dei sistemi ed intermediari finanziari per il corretto funzionamento dell'intero sistema. Infatti, l'industria finanziaria ha prerogative diverse per il buon funzionamento rispetto all'industria non finanziaria, in quanto tale sistema si fonda su un rapporto di fiducia tra intermediari e pubblico di risparmiatori ed investitori.

Il secondo capitolo prevede la presentazione della tecnica di cartolarizzazione del credito e la sua evoluzione nel tempo. La tecnica di securitization è stata più volte imputata quale principale responsabile della crisi finanziaria, avendo determinato un cambiamento dell'attività svolta dalle banche; infatti queste ultime non mantengono più i presiti in bilancio dal momento dell'erogazione a quello della completa estinzione del prestito, ma preferiscono smobilizzare tali crediti con la ragione principale di reperire nuova liquidità, di incrementare le proprie potenzialità commerciali e di ottenere maggiori benefici per quanto riguarda l'ammontare del livello minimo di capitale da detenere a fini regolamentari.

Il problema è ravvisabile nell'“esasperazione” dell'uso della tecnica che, nel tempo ha portato all'evoluzione del modello stesso di intermediazione, passando dal modello di tipo “originate and distribute” al modello “originate to distribute”, nel quale le banche non cartolarizzano più i

crediti in base alle proprie necessità, ma in base alle richieste del mercato circa i titoli derivanti da tali operazioni. La grande euforia del mercato ha portato le istituzioni finanziarie ad allentare gli standard creditizi richiesti ai soggetti mutuatari, così da generare il segmento dei mutui detti “subprime” dal quale hanno avuto origine le turbolenze finanziarie del 2007. Ma, nonostante quanto detto è necessario ribadire che la tecnica di cartolarizzazione del credito presenta numerosi vantaggi per i soggetti originator che ne fanno uso, così da essere oggi utilizzata dalle aziende di credito per operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea.

Dopo la presentazione della tecnica e dell'uso che di essa si è fatto e si fa attualmente a livello internazionale, passeremo all'analisi del mercato italiano delle cartolarizzazioni nel terzo capitolo, con la presentazione della legge che ha introdotto e disciplinato nel Nostro Paese tali operazioni; la legge n.130 del 30 aprile 1999. Successivamente verrà presentato il sistema di intermediazione italiano, ben diverso da quello internazionale di tipo “originate to distribute” e, proprio la mancata diffusione nel Nostro sistema di tale modello di intermediazione, ha impedito il verificarsi degli avvenimenti e delle dure conseguenze cui si è assistito a livello mondiale (seppure l'Italia abbia comunque risentito degli eventi internazionali). Inoltre sono riportate diverse statistiche relative al fenomeno della cartolarizzazione del credito in Italia tra il 2007 e il 2012, volte ad evidenziare come la diffusione dei titoli emessi a seguito di operazioni di cartolarizzazione del credito sia rimasta pressoché costante nel tempo, nonostante le turbolenze finanziarie.

Infine nel capitolo 4 viene presentato il caso di una nota banca italiana; Banca Monte dei Paschi di Siena, che più volte ha utilizzato la tecnica della cartolarizzazione del credito per smobilizzare attivi presenti nel proprio portafoglio.

Capitolo 1

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

In questo capitolo verrà presentato il contesto finanziario a partire dalla crisi finanziaria del 2007 che ha sconvolto il sistema bancario e finanziario internazionale. Verranno illustrate le fasi che hanno caratterizzato il periodo di turbolenza finanziaria, le lezioni rivenienti dalla crisi, le possibili soluzioni con le linee guida provenienti dagli organismi di regolamentazione internazionale e altri possibili argomenti di discussione e aree di intervento per un'azione coordinata di policy.

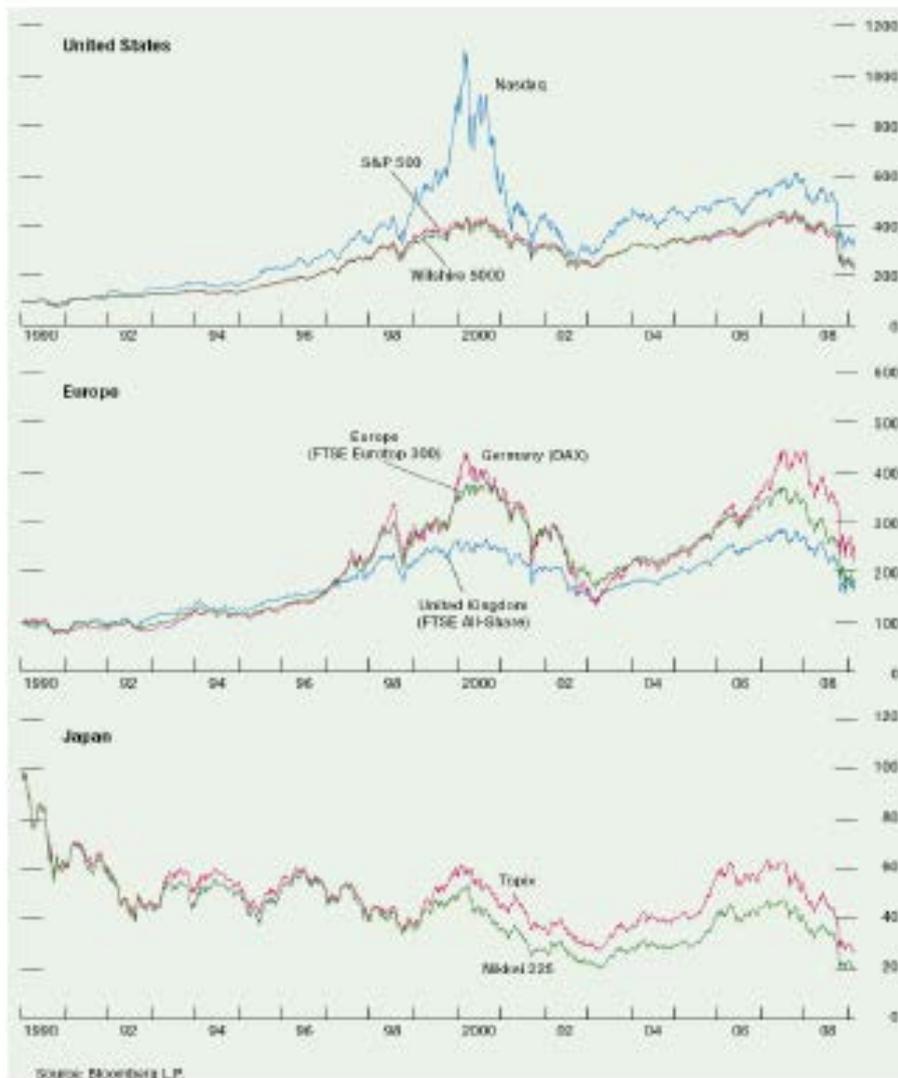
1.1 La crisi finanziaria del 2007

Al fine di poter illustrare la sequenza dei fatti che hanno caratterizzato e portato alla crisi finanziaria del 2007, è necessario tornare indietro di qualche anno e precisamente al 2001. È il 2001 l'anno in cui si registra una prima fase di rallentamento nella crescita economica, che a partire dal 1991 si può ritenere sostenuta. Nel 2001, infatti, si registra un aumento del prezzo del petrolio e l'indebolimento del processo di accumulazione di capitale. Questo periodo di rallentamento congiunturale viene presto arginato grazie all'intervento della Federal Reserve attraverso una politica espansiva con riduzione del tasso obiettivo sui federal funds e del tasso di sconto ed inoltre viene anche messa in atto una politica fiscale espansiva che presto mostrerà i suoi benefici effetti. Ma ciò non basterà; siamo all'11 settembre 2001, con i terribili attentati terroristici che presto riversano i loro effetti sull'economia sia reale che finanziaria americana e quindi poi internazionale. Gli attentati portano infatti l'economia e la finanza in un clima di incertezza relativa ai consumi, ai corsi azionari e sul complesso delle aspettative di investitori, risparmiatori, consumatori e imprese; la risposta delle autorità di politica economica è volta a ridurre o eliminare questo clima di incertezza; è in questo periodo che il Congresso statunitense approva un ulteriore programma di sostegno fiscale per 80 miliardi di dollari. Misure quali quella citata, unita ad un ulteriore ribasso dei tassi e ad altre misure di bilancio hanno contribuito a ripristinare la fiducia degli operatori economici.

Quindi, gli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi finanziaria sono stati caratterizzati da una crescita economica sostenuta, soprattutto nel triennio dal 2004 al 2006. Questo periodo è stato caratterizzato da tassi di inflazione contenuti, da bassi tassi d'interesse, elevati livelli di risparmio nelle economie asiatiche. Si è assistito alla crescita dei prezzi delle attività finanziarie e reali con incremento anche dei prezzi delle abitazioni e del livello dei consumi. Questa situazione ha comportato un forte incremento del debito delle famiglie e contrazione dei risparmi. I rendimenti piuttosto bassi derivanti da investimenti in attività finanziarie hanno portato ad incrementare gli investimenti in attività più rischiose al fine di ottenere un maggior rendimento. I fattori fondamentali alla base della crisi sono stati: scarsa attenzione posta dagli intermediari nella selezione delle controparti contrattuali nella concessione del credito, carente attività di monitoring dei crediti concessi, sottovalutazione dei rischi insiti in prodotti risultato del processo di innovazione finanziaria.

Come detto pocanzi, uno dei fenomeni che ha interessato le economie dei paesi occidentali prima dello scoppio della crisi è stato l'aumento del prezzo delle azioni e il boom borsistico, rappresentati graficamente nella figura che segue:

Figura 1.1

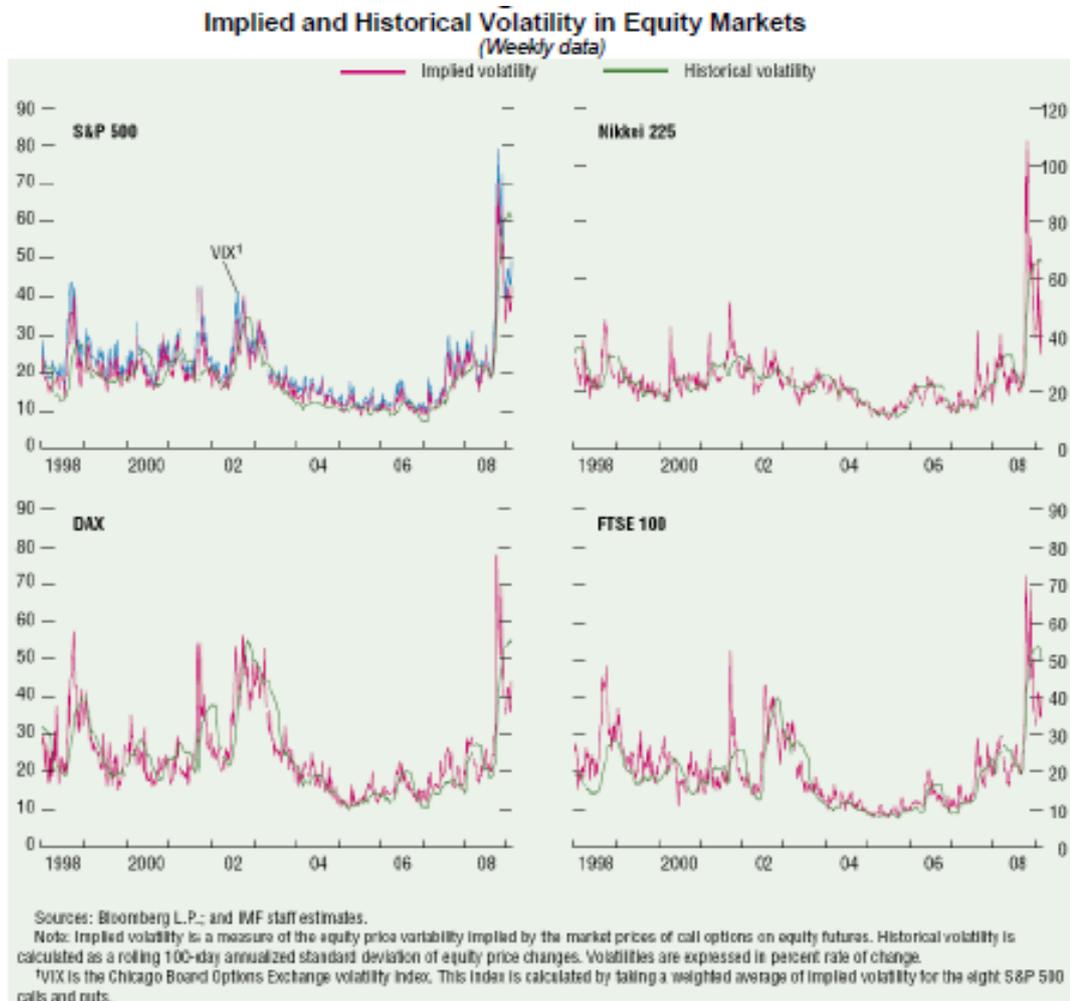


Fonte: Silipo D. (2009), "Minsky e la crisi finanziaria"

Dal 2002 al 2007 l'indice S&P500 è più che raddoppiato: analoga tendenza si riscontra per gli indici europei e giapponesi. L'euforia dei mercati derivante dall'andamento crescente dei principali indici azionari deriva anche dalla bassa volatilità che ha contraddistinto questi mercati. Ciò dunque ha determinato una diminuzione dei rendimenti per le attività meno rischiose e la tendenza degli operatori ad investire in attività caratterizzate da un più alto rendimento ed anche da un più alto livello di

rischio. Di seguito è riportata una figura rappresentante la bassa volatilità dei mercati cui abbiamo ora fatto riferimento:

Figura: 1.2



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

Inoltre, connessi al boom borsistico ci sono alcuni fenomeni che hanno contribuito a rendere più fragile il sistema. Innanzitutto si tratta del crescente ricorso da parte delle banche americane alle operazioni di leverage buyout per finanziare i prestiti bancari e d'altra parte tale aspetto che ha maggiormente esposto le banche ai rischi del mercato

non è stato compensato da un aumento nella qualità del credito. Il secondo fattore, cui già abbiamo fatto riferimento, è legato al diffondersi dell'attività speculativa.

1.1.1 Le fasi della crisi

La prima fase della crisi si è manifestata con forti turbolenze sui mercati finanziari a partire dall'estate del 2007, turbolenze derivanti dal segmento dei mutui subprime. Ma cosa si intende per mutui subprime? Si è già fatto un breve riferimento al ruolo svolto dalla crescente innovazione finanziaria nell'attuale crisi, infatti all'origine dei problemi del segmento subprime vi sono proprio operazioni di finanza strutturata recanti il forte potere innovativo della finanza odierna. Attraverso queste operazioni, gli intermediari che avevano concesso prestiti a soggetti fortemente rischiosi, li hanno trasferiti in prodotti poco trasparenti da valutare tramite le operazioni di cartolarizzazione del credito (di cui tratteremo in modo più dettagliato nel prossimo capitolo). Questi prestiti caratterizzati da un elevato grado di rischiosità erano stati concessi a famiglie che sono risultate insolventi quando è aumentato il servizio del debito.¹ Si può infatti affermare che il sistema ha funzionato finché i prezzi delle abitazioni hanno continuato a salire e i tassi di interesse a rimanere a livelli piuttosto bassi. In una tale situazione caratterizzata da euforia generalizzata e dal sogno di una "casa per tutti", gli intermediari finanziari e le banche hanno concesso finanziamenti anche a soggetti che non presentavano garanzie adeguate. Ciò ha sostenuto il livello dei consumi delle famiglie americane, con un tasso di risparmio in diminuzione fino a raggiungere addirittura nel 2005 un valore negativo. Il livello dei consumi delle famiglie americane si basava sul valore delle loro abitazioni e

¹ I tassi di morosità sono aumentati rapidamente per i mutui subprime a tasso variabile e per quelli concessi nei periodi immediatamente precedenti. Per comprenderne il motivo bisogna far riferimento ad una delle caratteristiche relative a tali mutui; quella nota come 2-28. Si tratta di mutui trentennali dove per i primi due anni il tasso d'interesse è fissato ad un livello molto basso, mentre poi dal terzo anno il tasso sale ad un livello pari al tasso di mercato più un certo spread. I debitori accettano queste condizioni con l'intenzione di rifinanziare il mutuo alla scadenza dei due anni a condizioni più favorevoli, contando sul fatto che nel frattempo il valore dell'immobile sia aumentato ulteriormente. (Monti E. 2009 "Manuale di finanza per l'impresa", Iseidi)

non, come dovrebbe regolarmente essere, sul livello del reddito disponibile. Come detto anche precedentemente il sistema ha funzionato finché i prezzi delle abitazioni hanno continuato ad aumentare e i tassi di interesse a rimanere a livelli bassi, ma i prezzi degli immobili non potevano continuare a crescere infinitamente, prima o poi sarebbe accaduto ciò che gli operatori di mercato non volevano considerare, ovvero una caduta del prezzo delle abitazioni e un aumento dei tassi di interesse, rendendo così più oneroso il servizio del debito. L'aumento dei tassi di insolvenza dovuto all'aumento dei tassi di interesse relativi a tale segmento di prestiti ha portato un forte incremento dei premi per il rischio degli strumenti finanziari strutturati legati ai mutui subprime con il crollo delle quotazioni dei titoli frutto del processo di cartolarizzazione.

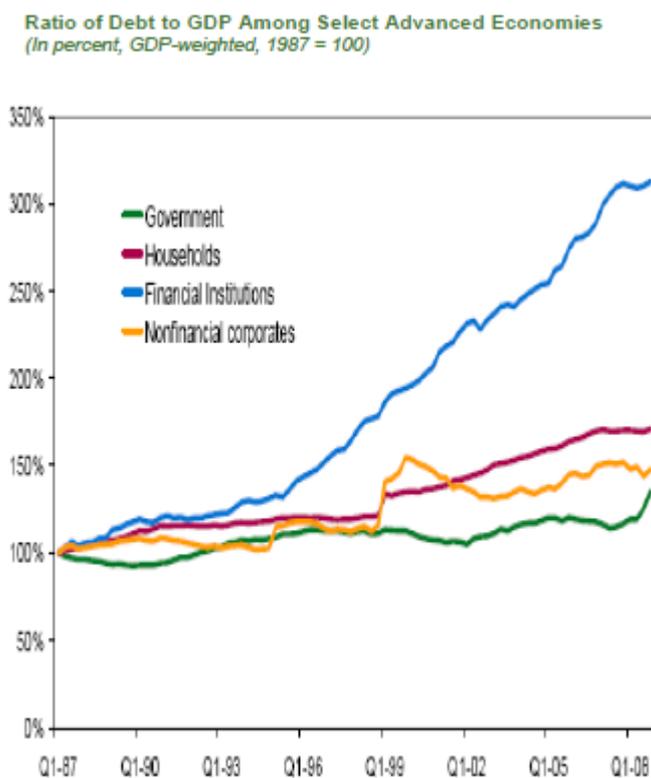
Infatti, come già detto, l'espansione del credito è stata accompagnata dal declino nei credit standards e da eccessivi rischi dei portatori di fondi, tale risultato si evince da uno studio condotto da Dell'Ariccia, Igan e Laeven dal titolo "Credit boom and lending standards: evidence from the subprime mortgage market". In particolare si collega il cambiamento negli standard creditizi richiesti a due fattori principali: al ruolo giocato nella competizione tra più istituzioni finanziarie sul mercato, in modo che l'allentamento degli standard creditizi sia stato maggiore nei paesi caratterizzati da maggiore competitività tra intermediari e in quelle regioni dove vi è stato un maggiore credit boom e in quelle regioni dove un largo numero di istituzioni prima assenti dal mercato sono subentrate successivamente. Questo effetto è stato studiato valutando gli effetti delle variabili che catturano l'impatto dell'ingresso dei nuovi entranti nel mercato.

La crisi ha avuto origine nel mercato americano, ma rapidamente si è propagata al mercato europeo dato che molte istituzioni creditizie detenevano in portafoglio strumenti finanziari legati ai mutui americani. Si è generata una vera e propria crisi di panico finanziario, derivante da problemi di carente liquidità nel sistema (dato il mismatch di scadenze tra attivo e passivo dei bilanci delle banche) ed altro elemento

aggravante è stato rappresentato dall'incertezza dell'entità delle perdite e della diffusione di tali prodotti nei portafogli dei diversi intermediari nel mercato mondiale.

Di seguito sono riportate alcune rappresentazioni grafiche; una rappresentativa dell'indebitamento dei diversi operatori di mercato, una raffigurante la crescita del debito indirizzato al settore privato diviso per paesi e l'altra raffigurante la diffusione dei prestiti detti subprime negli Stati Uniti.

Figura 1.3



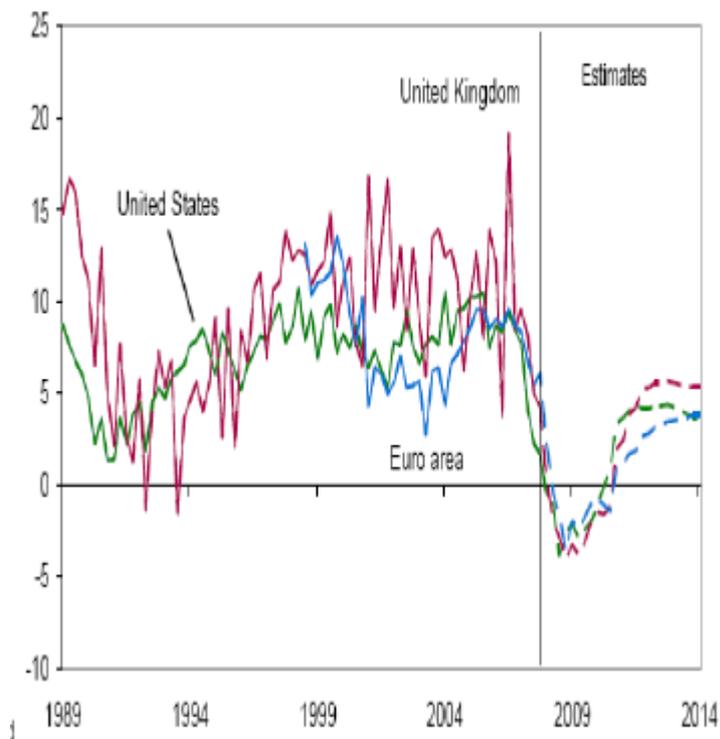
Fonte: Silipo D. (2009), "Minsky e la crisi finanziaria"

Dalla figura precedente emerge che l'indebitamento di tutti gli operatori ha seguito un trend crescente dal 1991 fino al 2007, anno in cui si è registrato il culmine. Questo trend ha riguardato soprattutto famiglie e imprese. In particolare l'indebitamento delle famiglie americane ha raggiunto il livello del 141% nel 2007. Mentre il debito delle famiglie è passato da un livello del 100% nel 2000 fino ad un

livello anche oltre il 150%, quello delle imprese è diminuito negli ultimi anni precedenti lo scoppio delle turbolenze.

La rappresentazione grafica di seguito riportata rappresenta la crescita del credito verso il settore privato. Sull'asse delle ascisse sono riportati gli anni dal 1989 al 2009 e delle stime che proseguono fino al 2014. Inoltre la rappresentazione grafica permette di distinguere tra il credito concesso negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area-euro. Si evince che il paese con la maggiore esposizione al debito privato sono proprio gli Stati Uniti dove ha avuto origine la crisi finanziaria.

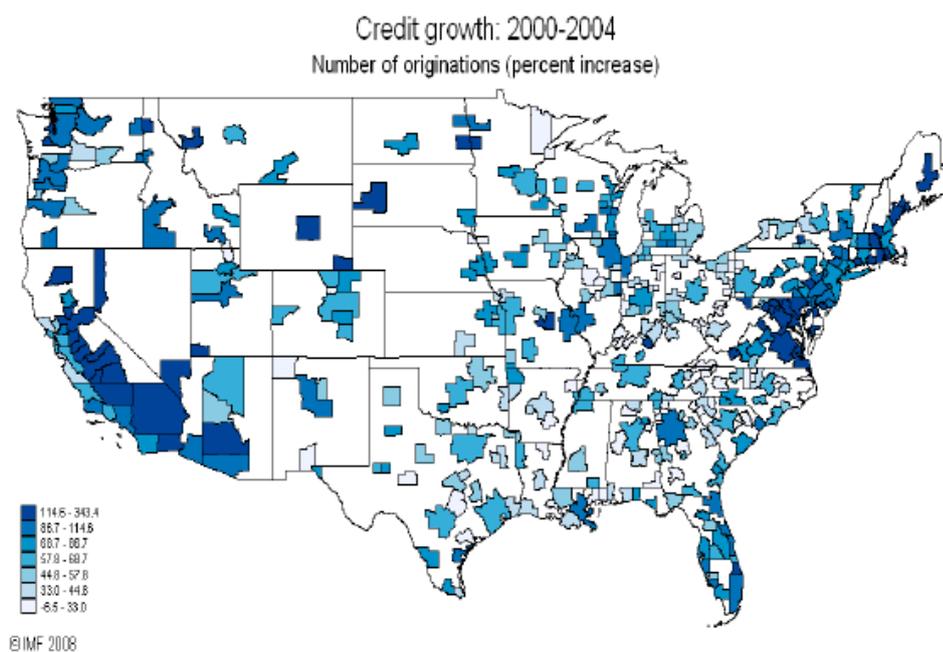
Figura 1.4



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

La figura 1.5 riporta il boom dei mutui subprime negli Stati Uniti tra i diversi stati.

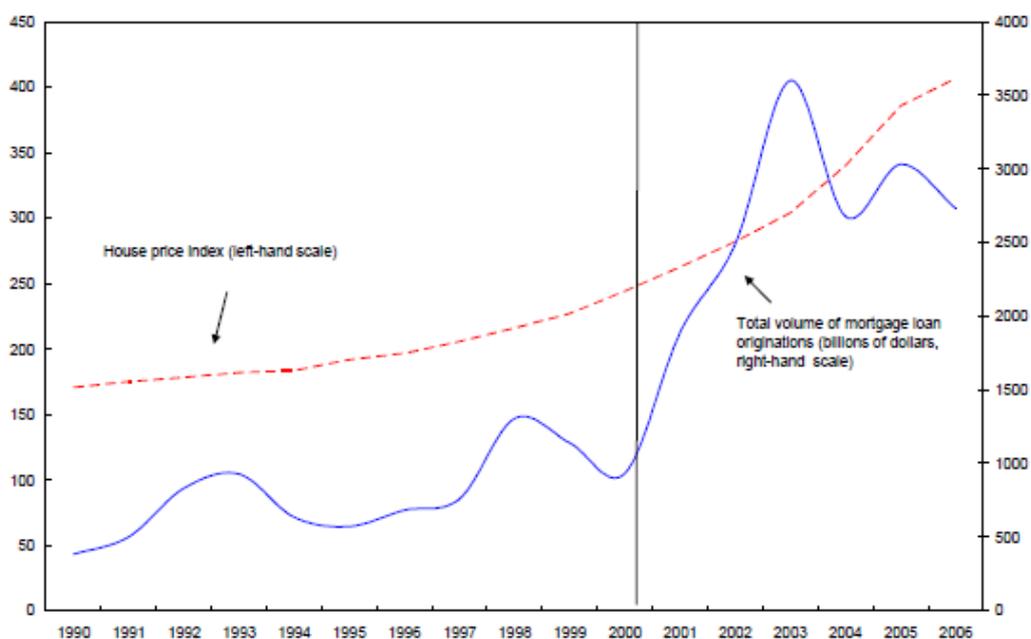
Figura 1.5



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

La figura 1.6 riporta il trend relativo all'andamento dell'indice del prezzo delle case (scala numerica sulla sinistra) e il trend del volume totale di mutui originati (scala numerica sulla destra). Si può notare il culmine nella concessione di finanziamenti raggiunto nel 2003 e il trend positivo relativo all'aumento del prezzo delle abitazioni.

Figura 1.6



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

Un primo momento particolarmente critico della prima fase della crisi, che ben fa comprendere la portata degli avvenimenti descritti, si ha nel marzo 2008 con la crisi della banca d'investimento Bear Sterns. Altro momento critico si registra con il fallimento di una delle più famose banche d'affari americane; Lehman Brothers il 15 settembre 2008. Ciò non ha fatto che accentuare ulteriormente il clima di sfiducia che già regnava tra gli intermediari finanziari (deteriorando ulteriormente i rapporti tra economia reale e finanza propagando così la crisi dal mondo finanziario a quello reale). La crisi ha messo in luce le carenze del sistema e della regolamentazione vigente, ci si è

resi conto che il sistema del libero mercato non poteva da solo far fronte alla grave situazione che si era delineata a partire dall'estate del 2007. Sono stati necessari e vitali per il mercato i primi interventi delle banche centrali di immissioni di liquidità nel sistema e di garanzia delle passività bancarie. Gli interventi dei governi e delle autorità di politica monetaria hanno avuto effetti positivi sui tassi di mercato monetario, soprattutto nel segmento overnight.

1.1.2 Teorie economiche per spiegare la crisi

Un noto economista statunitense, Hyman Philip Minsky, ha proposto alcune teorie che tentano di spiegare e mettere in evidenza gli elementi accomunanti i diversi periodi caratterizzati da crisi economiche. Secondo la teoria di Minsky l'ambiente economico può essere analizzato partendo dalle relazioni finanziarie che si stabiliscono tra i diversi soggetti economici (famiglie, imprese, banche, stato). Egli ha proposto alcune teorie che mettono in relazione la fragilità dei mercati finanziari e le bolle speculative endogene ai mercati. Minsky sostiene che in periodi di espansione, quando il flusso di cassa delle imprese supera la quota necessaria per il pagamento dei debiti, si sviluppa un'euforia speculativa. All'origine della crisi c'è un evento esterno rispetto al sistema macroeconomico che spinge i soggetti a credere che vi saranno forti rialzi nel valore delle attività. Ne consegue un'espansione creditizia che alimenta ulteriormente l'euforia. Quando infine ci si rende conto che l'espansione dei prezzi è terminata, inizia la corsa alle vendite, che può portare al panico sui mercati e ad effetti negativi sull'economia reale. Infatti in una situazione di "tranquillità finanziaria", in cui i flussi di contante ricevuti sono maggiori dei flussi in uscita, comporta un aumento sia della propensione all'indebitamento degli imprenditori che la disponibilità dei banchieri a finanziare l'attività economica. Ciò determina un boom degli investimenti su cui si inserisce l'attività speculativa. Appena le aspettative sul corso dei titoli vengono disattese o la domanda di finanziamento trova un freno nell'aumento del tasso di sconto da

parte della banca centrale, l'economia si avvia verso una fase di crisi finanziaria che può portare alla depressione economica. Egli inoltre attribuisce alla banca centrale il ruolo di prevenire il crollo, assolvendo il suo ruolo di prestatrice di ultima istanza. Dunque Minsky assegna alla politica monetaria il compito di introdurre elementi di stabilità in un'economia intrinsecamente instabile.

Analizzando la crisi finanziaria del 2007 alla luce dei risultati appena descritti derivanti dagli studi di Minsky, si possono individuare le determinanti della recente crisi:

- La crisi finanziaria è determinata da una riduzione dell'avversione al rischio che si genera nella fase di boom che induce gli operatori economici ad aumentare l'ammontare delle attività rischiose (figura 1.1 e 1.2);
- Nella fase di boom cresce l'incentivo delle banche a concedere prestiti e quello delle imprese a richiedere finanziamenti;
- La fase che precede la crisi è caratterizzata da un aumento del prezzo dei beni capitali e da un boom borsistico (figura 1.1);
- La crisi finanziaria nasce di solito dall'incapacità di alcune imprese di rimborsare i prestiti ottenuti;
- Le difficoltà finanziarie delle famiglie e delle imprese comportano difficoltà anche per le banche;
- Durante un periodo di crisi finanziaria si riduce l'ammontare dei prestiti e il prezzo dei beni capitali;
- Gli effetti della crisi finanziaria sono tanto maggiori quanto più diffuse sono le posizioni speculative;
- Lo stato può attenuare gli effetti della crisi finanziaria impedendo il fallimento delle banche e adottando una politica monetaria e fiscale espansiva.

Un aspetto, però, da evidenziare di differenza della teoria di Minsky rispetto alla realtà della crisi del 2007 è che, Minsky nei suoi studi attribuisce grande responsabilità alle imprese che chiedono finanziamenti alle banche durante il boom economico e poi successivamente non sono più in grado di restituire, mentre la crisi del 2007 ha visto

come protagonista l'indebitamento del settore privato rappresentato dalle famiglie e non dalle imprese come nella teoria del noto economista.

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

Le istituzioni finanziarie maggiormente esposte alle turbolenze sono state quelle caratterizzate dal modello di intermediazione OTD (originate to distribute) che fa grande uso di strumenti finanziari per il trasferimento del rischio di credito. Con la crescente innovazione finanziaria, cui già in precedenza si è accennato, si è assistito ad una grande evoluzione del sistema di intermediazione. In pratica non esiste quasi più il tradizionale schema che vedeva l'intermediario stipulare un prestito e mantenerlo in bilancio fino a scadenza (originate and hold model), ma questo viene sostituito con uno schema ben più aggressivo, in cui gli intermediari erogano prestiti che poi assemblano in pool di assets da cartolarizzare e, quindi, cedere sul mercato, in modo che le nuove controparti delle famiglie e delle imprese non siano più le banche che hanno concesso il finanziamento, ma gli acquirenti di tali prodotti sul mercato che sono costituiti da altre banche, investitori istituzionali, hedge funds. Tale modello è nato e si è inizialmente affermato negli USA e successivamente anche in Europa. Il successo del modello OTD è derivato dalla grande diffusione che hanno avuto i titoli cartolarizzati presso il pubblico degli investitori. Infatti la domanda di titoli strutturati era in costante aumento. Perciò il modello "originate and distribute" (si distribuisce ciò che si origina") non bastava più data la crescente domanda di titoli cartolarizzati. In tale contesto si inverte la logica del sistema; da "si distribuisce ciò che si origina" a "si origina quanto si è in condizione di distribuire", si passa quindi al modello "originate to distribute", modello in cui prevale la domanda del mercato e dove le barriere per la selezione all'origine vengono allentate, ed è in tale contesto che nasce il segmento dei mutui subprime.

Il modello OTD ha funzionato per molti anni, ma le recenti innovazioni hanno fortemente accresciuto la leva finanziaria e la complessità con un generale peggioramento nei criteri di selezione della clientela per la concessione del credito. Se ben regolamentato, il sistema OTD offre benefici agli erogatori di credito, agli investitori e ai debitori; chi eroga il credito può beneficiare di un uso più efficiente del proprio capitale e di una maggiore disponibilità di fondi, gli investitori possono beneficiare di una più ampia scelta di investimenti con maggiore possibilità di diversificazione e infine i debitori possono beneficiare di una maggiore disponibilità di credito e di scelta di prodotti e di minori costi dell'indebitamento. Ciò è quanto si può dire circa il modello OTD in teoria, ma in pratica anziché portare ad una diversificazione e dispersione dei rischi, si è registrata una concentrazione degli stessi presso intermediari incapaci di gestirli in maniera adeguata. Infatti le banche hanno mantenuto una significativa esposizione diretta e indiretta verso i veicoli presso i quali i rischi erano stati trasferiti e gli intermediari hanno aumentato il numero di crediti erogati e poi cartolarizzati, così da trovarsi a mantenere in portafoglio un volume sempre maggiore di crediti erogati senza valutare i rischi che si sarebbero generati quando tali crediti non sarebbero più potuti essere venduti.

I diversi fattori che hanno portato alla crisi analizzata precedentemente sono dovuti a:

- carenza nella due diligence degli investitori; molti investitori con autonomi strumenti di analisi creditizia non hanno esaminato in maniera adeguata e attenta gli investimenti in strumenti strutturati di credito. Hanno sottovalutato il grado di leva finanziaria e i rischi legati a tali strumenti alimentando ulteriormente l'emissione di prodotti strutturati complessi e opachi;
- scarsa performance delle agenzie di rating nel valutare gli strumenti di credito; carenze nei modelli e metodologie usati nella valutazione, insufficiente trasparenza e notevoli conflitti di interesse, scarsa diligenza nel valutare la qualità dell'insieme delle garanzie sottostanti i titoli valutati;
- carenza nella divulgazione delle informazioni al pubblico degli investitori che ha comportato una forte perdita di fiducia nel mercato e nei suoi sistemi.

L'informazione al pubblico, quando presente, è stata poco chiara e poco esplicativa della realtà dei rischi insiti nei prodotti in questione;

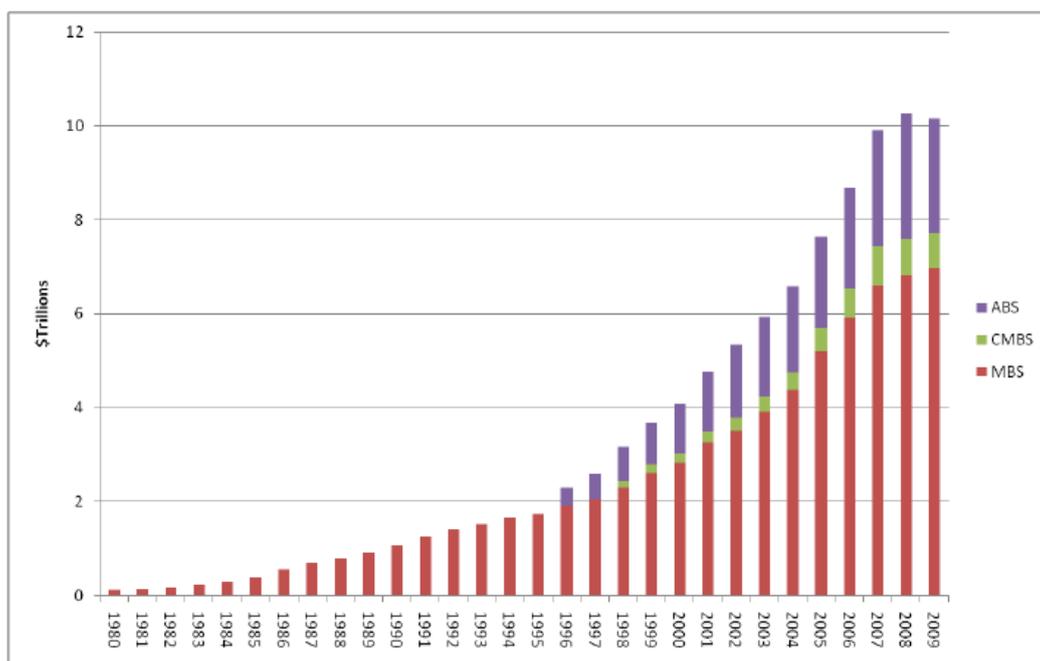
- debolezza dei contesti regolamentari; le autorità spesso non hanno assunto importanti decisioni e misure volte a colmare le carenze del mercato e della regolamentazione vigente. Inoltre la regolamentazione di Basilea 2 ha incoraggiato le banche a cartolarizzare le attività, riducendo in tal modo la propria esposizione ai rischi e mantenendo un requisito minimo di capitale minore. In tal contesto hanno contribuito anche gli schemi di retribuzione degli intermediari finanziari, incoraggiando una grande assunzione dei rischi, basandosi su una politica di breve termine, anziché di lungo termine.

Uno studio condotto da Purnanandam A. e pubblicato nel 2010 dal titolo "Originate to distribute model and the subprime mortgage crisis" ha lo scopo di dimostrare attraverso un'indagine econometrica che le banche caratterizzate dall'uso del modello OTD hanno un minore incentivo nello svolgere attività di screening, ciò comporta la concessione di finanziamenti con scarsa analisi e soft information. Quando nel 2007 il mercato dei prestiti è stato messo a dura prova dalle turbolenze finanziarie, le banche che avevano adottato un modello OTD di tipo aggressivo si sono trovate con una grande quantità di prestiti di scarsa qualità. Nello studio condotto è stato analizzato un campione di soggetti bancari che hanno adottato il sistema di intermediazione OTD prima della crisi subprime. Si mostra che le banche con un modello OTD più aggressivo hanno subito un più alto tasso di default. Questi default sono concentrati nelle banche che non sono state capaci di vendere i prestiti originati dopo la crisi del mercato. L'evidenza dello studio conferma la credenza secondo cui l'incentivo all'attività di screening si riduce quando aumenta la distanza tra il soggetto originator e il detentore finale del rischio di credito, in pratica maggiore è questa distanza e minore è l'incentivo dell'istituzione finanziaria ad acquisire soft information relativa ai soggetti mutuatari. Lo studio, inoltre, mostra che questi problemi esacerbati dall'applicazione dell'OTD model sono maggiormente severi per le banche con minori riserve di capitale e con una bassa domanda di depositi. Tale analisi trova il suo fondamento nel fatto che il modello OTD, a fronte dei diversi vantaggi di cui è portatore, comporta anche un

costo. Quando l'attività di intermediazione passa dal sistema originate to hold a quello OTD, esso inizia ad interferire con gli incentivi della banca ad effettuare attività di screening e monitoring (Pennacchi 1988)². Le banche prendono le proprie decisioni di finanziamento basandosi su un certo numero di caratteristiche dei prenditori di fondi. Tra le diverse caratteristiche da analizzare si evidenziano informazioni che è facile reperire e ad un costo basso ed informazioni difficili da reperire che comportano anche un costo elevato di analisi. Perciò quando aumenta la "distanza" tra il soggetto originator e l'investitore finale in titoli ABS (definito nell'articolo come "ultimate holder del rischio), gli incentivi a rinvenire soft information ex-ante si riducono (Stein 2002)³.

Di seguito riportiamo un grafico rappresentativo dello sviluppo del mercato della cartolarizzazione tra il 1980 e il 2009.

Figura 1.7



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

² Pennacchi, George G. (1988), "Loan sales and the cost of bank capital", Journal of finance, American finance association, volume 43

³ Stein J. (2002), "Information production and capital allocation: decentralized versus hierarchical firms", Journal of finance, American finance association, volume 57

Sull'asse delle ascisse sono riportate le date espresse in anni, dal 1980 al 2009, mentre sull'asse delle ordinate sono riportate le cifre espresse in trilioni di dollari. Come si può facilmente notare dalla rappresentazione grafica, l'emissione di titoli MBS, ovvero derivanti da cartolarizzazione di mutui ipotecari predomina sulle altre categorie di emissioni di titoli ABS.

1.2 La liquidità delle banche

La crisi finanziaria si è ben presto trasformata in crisi di liquidità bloccando gli scambi di fondi tra istituzioni finanziarie a breve e brevissimo termine sul mercato interbancario e aggravando ulteriormente la situazione di panico finanziario. Data la grande importanza che la liquidità ha assunto nel periodo di crisi, a cui si è sopperito con forti iniezioni di liquidità da parte delle autorità di politica economica, vogliamo dedicare un paragrafo all'analisi del rischio di liquidità per le banche.

L'innovazione finanziaria ha reso le banche e gli altri intermediari finanziari più fiduciosi circa la funzione stabilizzatrice dei mercati, così che i diversi elementi quali liquidità, mercato e rischio di credito sono divenuti tra loro fortemente correlati. Il modello OTD combinato con la diversificazione e con il consolidamento degli intermediari finanziari ha aumentato l'interconnessione tra i diversi livelli dell'intermediazione. Regolamentazione e supervisione in materia finanziaria si sono dimostrati non adeguati a superare la situazione di crisi e dunque entrambi devono essere riconsiderati sia a livello micro che macro-economico⁴.

Nel definire il concetto di liquidità viene in mente una frase di Crockett (2008)⁵: "La liquidità è più facile da riconoscere che da definire", in quanto nella recente storia dei mercati finanziari, gli agenti economici hanno usato una grande varietà di strumenti

⁴ Gualandri E., Landi A. e Venturelli V. (2009), "Financial crisis and new dimensions of liquidity risk: rethinking prudential regulation and supervision", *Journal of money, investment and banking*

⁵ Crockett A. (2008), "Special issue liquidity", *Financial stability review n.11, Banque de France*

finanziari per far fronte ai propri bisogni di liquidità. Il concetto di liquidità delle banche intesi quali soggetti fornitori di liquidità è associato all'abilità delle banche a realizzare la trasformazione dei depositi dei risparmiatori in moneta legale. Lo sviluppo negli ultimi anni dei mercati finanziari ha ampliato la categoria di strumenti inclusi nella definizione di liquidità. L'importante ruolo giocato dal liquidity risk deriva sicuramente dalla sottovalutazione di tale rischio nel mercato da parte delle autorità di regolamentazione e supervisione.

L'emergere del rischio di liquidità durante la crisi è conseguenza fondamentale di due fattori:

- Innanzitutto, attraverso la cartolarizzazione del credito, l'innovazione finanziaria non ha solo incoraggiato l'indebitamento del settore privato, ma ha anche modificato la composizione degli strumenti negoziati rendendo il sistema più vulnerabile agli shocks finanziari;
- Altro fattore deriva dalla crescita di un circuito finanziario parallelo, integrato a quello bancario incoraggiato da un non adeguato sistema di regolamentazione.

Come risultato della crescente diversificazione nella tipologia di asset finanziari, un ampio numero di gruppi ha adottato modelli di business simili, dunque le loro attività sono diventate tra loro interconnesse e il valore delle stesse è diventato molto correlato così che l'effetto negativo di un operatore ha contaminato gli altri attraverso quello che è definito come "effetto contagio". Il modello OTD non ha fatto altro che distribuire i rischi nel sistema finanziario ed ha accresciuto l'omogeneità dei portafogli finanziari e contribuito all'espansione dell'offerta di credito.

1.2.1 Cause e conseguenze del liquidity risk

Le cause del liquidity risk per le banche derivano essenzialmente da due elementi: il ritiro di passività da parte dei creditori (depositanti) e l'esercizio di un diritto di credito derivante da operazioni fuori bilancio. Se la liquidità a disposizione dell'intermediario non è sufficiente allora sarà necessario reperire fondi addizionali andando incontro al "funding liquidity risk" oppure smobilizzare alcune attività in portafoglio, andando incontro al "market liquidity risk". Per quanto riguarda il primo rischio (di funding), quando più istituzioni finanziarie simultaneamente si trovano nella situazione di dover reperire fondi addizionali, si assiste ad un aumento del costo dei fondi stessi e si riduce la loro disponibilità, comportando un aggravamento della situazione già negativa per la banca in crisi di liquidità. Il secondo rischio (di mercato) deriva da limitazioni allo smobilizzo di alcune attività; la vendita immediata spesso costringe a cedere alcune attività ad un valore inferiore rispetto al valore di mercato. La seconda causa del rischio di liquidità è legata ad impegni che possono comportare un aumento inatteso dei crediti da erogare e che non possono essere soddisfatti per mancanza di fondi.⁶

Il rischio di liquidità per le banche è strettamente legato alla struttura del bilancio bancario, composto per lo più da passività a breve termine (depositi di conto corrente) e da attività a lungo termine. Inoltre altro fattore importante da non dimenticare è quello relativo alle caratteristiche del contratto di deposito in conto corrente che concede il diritto al depositante di poter ritirare in qualsiasi momento ("a vista") il deposito effettuato presso la banca. Ovviamente non tutti i depositanti ritireranno le proprie disponibilità monetarie nello stesso momento, insomma la banca può contare su una base stabile di depositi. Una banca che intende ottenere nuovi fondi accede al mercato dei capitali oppure a quello interbancario, oppure può emettere prestiti obbligazionari o certificati di deposito o ottenere fondi dalla banca centrale attraverso operazioni di rifinanziamento.

⁶ Saunders A., Million Cornett M. e Anolli M. (2008); "Economia degli intermediari finanziari", seconda edizione, McGraw-Hill

Raccolta del risparmio ed esercizio del credito sono le due attività che nell'insieme costituiscono l'attività bancaria come definita dal tub (art. 10 del testo unico bancario), quindi le attività di apertura di nuovi contratti di deposito o ritiro di depositi e quella di erogazione del credito sono attività normali per una banca. Sono attività che cessano di essere normali e comportano un aggravamento della situazione dell'intermediario quando hanno luogo in condizioni di mercato non normali, quando hanno luogo in una banca in crisi di liquidità. Il sistema bancario fonda il suo rapporto con la clientela basandosi sulla fiducia e sulla reputazione, ove uno di questi due elementi venga meno si genera una situazione di panico finanziario più o meno grave, fino alla situazione estrema di bank run (corsa agli sportelli, ovvero ritiro rapido e integrale dei depositi da parte della clientela) con conseguente insolvenza della banca. Ciò deriva proprio dalle caratteristiche del contratto di deposito, già citate precedentemente, in quanto questi contratti permettono al risparmiatore di ritirare il proprio deposito in qualsiasi momento e in modo sequenziale per i diversi depositanti che richiedono il rimborso. Perciò quando l'attivo della banca è valutato ad un livello inferiore rispetto alle sue passività e la notizia si diffonde si genera quella che è definita una vera e propria corsa agli sportelli. Esistono strumenti volti a mitigare il rischio di liquidità, garantendo il rimborso dei depositi anche in caso di crisi di liquidità per la banca, come per esempio il sistema delle assicurazioni sui depositi e lo strumento delle operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale. Proprio per la delicatezza del settore bancario e del forte rapporto di fiducia con la clientela, su cui esso fonda la propria esistenza, accade che la crisi delle banche non sia soggetta alla legge relativa al fallimento, ma si usino strumenti diversi rispetto a quelli delle imprese non finanziarie. Solitamente, proprio al fine di preservare tale rapporto fiduciario con il pubblico dei risparmiatori e degli investitori e, al fine di evitare effetti contagio data la forte interrelazione tra i diversi intermediari finanziari a livello internazionale, la crisi delle banche si risolve con l'acquisto della banca da parte di un'altra banca.

Esistono diversi metodi di misurazione dell'esposizione delle banche al liquidity risk:

- comparazione di alcuni indici di bilancio: comparazione di indici di bilancio della banca con quelli di altre banche simili per dimensione e localizzazione; Prestiti/Depositi, Fondi presi a prestito/Totale attivo, Impegni di credito/Totale attivo. Per esempio, se il rapporto Fondi presi a prestito/Totale attivo è molto elevato, vuol dire che la banca è fortemente dipendente dal mercato monetario e che quindi potrebbe incorrere in una crisi di liquidità qualora avesse difficoltà ad accedere al mercato monetario;
- indice di liquidità: comporta la costruzione di un indice che misura il market liquidity risk. In questo caso maggiore è la differenza tra valore di mercato e valore di smobilizzo forzato e maggiore sarà il rischio di liquidità;
- financing gap; questo rappresenta un altro metodo per la misurazione dell'esposizione al liquidity risk. Esso si fonda sull'idea che una componente stabile dei depositi bancari viene usata come fonte per la concessione di finanziamenti ed è dato dalla differenza tra l'ammontare medio dei prestiti e l'ammontare medio della parte stabile dei depositi. Un aumento di tale differenza evidenzia possibili problemi di liquidità derivanti o da un ritiro dei depositi oppure da un aumento dei prestiti;
- maturity laddering; in base a tale criterio, il rischio di liquidità è misurato dalla differenza tra i flussi di cassa in entrata e quelli in uscita su base giornaliera o in base a scadenze più significative per la banca.

La banca ovviamente deve poi predisporre un piano di azione in caso di emergenza che prende il nome di contingency fund planning.

1.2.2 Come la crisi ha cambiato la liquidità delle banche

Nel paragrafo precedente è stata messa in luce la difficoltà di valutazione del rischio di liquidità e l'importanza della liquidità per il funzionamento del sistema bancario. È proprio la carenza di liquidità durante gli avvenimenti che a partire dal 2007 hanno scosso i mercati finanziari, che ha portato ad un ulteriore aggravamento della situazione presto sfociata in una vera e propria crisi di liquidità, con eventi anche di bank run (come il noto caso della banca inglese Northern Rock). La regolamentazione precedente di Basilea (I e II), soffermandosi soprattutto sul concetto di requisiti minimi di capitale, non ha mai posto grande attenzione al liquidity risk, alla sua prevenzione, misurazione e soluzione e tali carenze sono state portate alla luce proprio dalla crisi finanziaria. Si può affermare che alla base della crisi vi è un eccesso di rischio di liquidità. Questo rischio crescente trova le sue origini in un fattore fondamentale; l'allontanamento della banca commerciale dalle sue funzioni originarie. La banca commerciale che effettuava attività di raccolta del risparmio tra il pubblico ed erogazione del credito e che erogava prestiti per detenerli in portafoglio fino a scadenza, ad un certo punto ha smesso di detenerli in portafoglio e ha iniziato a cederli in modo da trasformare attività non negoziabili in titoli scambiabili sul mercato e a concedere crediti nella misura in cui poteva cederli sul mercato aprendo quindi le porte del finanziamento anche a soggetti che non presentavano adeguate garanzie. È proprio in tale evoluzione dell'esercizio dell'attività delle banche, che ha portato ad una forte dissociazione tra il concetto di attività bancaria e quello di attività delle banche, che sono da rinvenirsi le origini della crisi.

La lezione più importante riveniente dalla crisi è che occorre evitare l'eccessiva assunzione di rischio e che la regolamentazione in campo finanziario non può prescindere dalla corretta gestione della liquidità bancaria.

1.3 Prevenzione del rischio di liquidità; le indicazioni di Basilea3

In questo paragrafo viene illustrata l'importanza della regolamentazione finanziaria internazionale per preservare la stabilità del sistema, vengono presentate le maggiori carenze della regolamentazione vigente al momento della crisi e le nuove disposizioni internazionali volte a colmare le carenze descritte.

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

La continua e crescente innovazione finanziaria, spesso avente ad oggetto prodotti poco trasparenti volti a sfuggire al set normativo predisposto dalle autorità, pone grande importanza al ruolo della regolamentazione in campo finanziario e alla sua evoluzione per il raggiungimento del fine ultimo che è quello di evitare episodi di fallimento del mercato. Gli obiettivi fondamentali della regolamentazione finanziaria sono:

- il perseguimento della stabilità sia microeconomica (stabilità degli intermediari) che macroeconomica (stabilità dell'intero sistema);
- salvaguardia della concorrenza attraverso l'intervento delle autorità anti-trust;
- garantire ed incentivare la realizzazione di rapporti trasparenti tra intermediari finanziari e clientela attraverso la predisposizione di un adeguato set normativo.

L'importanza della regolamentazione in campo bancario e finanziario si evince già da quanto detto nel paragrafo precedente, ovvero dalla delicatezza del settore in questione che si fonda su rapporti di fiducia tra pubblico degli investitori e dei risparmiatori ed istituzioni finanziarie. Questo elemento è soprattutto evidente per il sistema bancario, in quanto le banche sono quelle istituzioni finanziarie che concedono

prestiti ed emettono passività a vista con valore certo, dove situazioni di incertezza possono comportare perdita di fiducia, panico finanziario fino alla situazione estrema di bank run.

1.3.2 La regolamentazione finanziaria e la crisi

Con l'era della globalizzazione e della crescente internazionalizzazione dei mercati, si è fatta sempre maggiore l'esigenza di una regolamentazione finanziaria a livello internazionale, in modo da evitare differenze regolamentari tra i diversi paesi, che nel tempo avrebbero portato a situazioni di arbitraggio regolamentare. È a tal fine che viene elaborato un set normativo internazionale che prende il nome di Accordo di Basilea 1, che successivamente porterà all'Accordo di Basilea2. Nel periodo della crisi finanziaria, estate del 2007, si vive un periodo di transizione regolamentare da Basilea1 a Basilea2. Molti paesi ancora non avevano adottato la nuova regolamentazione predisposta dal Comitato di Basilea, mentre altri paesi avevano adottato solo in parte le nuove disposizioni.

Secondo i risultati di studi ed analisi condotti dalla Banca d'Italia ed illustrati dai vertici dell'Autorità di Vigilanza del nostro Paese, "la regolamentazione e la supervisione finanziaria hanno avuto un ruolo non secondario nella crisi globale, in quanto non hanno saputo prevenire l'eccessiva dilatazione dei rischi, all'origine delle turbolenze, né sono state in grado di contenere in modo adeguato gli effetti" (Visco 2010)⁷. Alcuni intermediari finanziari hanno tratto vantaggio dalle difficoltà riscontrate dalle autorità di vigilanza nella supervisione finanziaria, assumendo in tal modo maggiori rischi e sviluppando prodotti innovativi volti a sfuggire alla regolamentazione vigente, così da rendere impossibile l'attività di controllo delle autorità. Sempre dagli studi realizzati dalla Banca d'Italia, si evince che la dotazione patrimoniale con cui le banche

⁷ Visco I. (2010), Banca, regole e vigilanza dopo la crisi, atti di convegno su "Credito, capitale e regole: quale equilibrio dinamico per lo sviluppo economico in un contesto di sana concorrenza", Banca d'Italia

hanno affrontato la crisi non era adeguata a far fronte alle perdite sostenute. Alcune delle poste incluse nel cosiddetto patrimonio di vigilanza si sono rivelate insufficienti dal punto di vista quantitativo e non adeguate all'insieme dei rischi da fronteggiare a livello qualitativo. Altro problema più volte dibattuto in diverse sedi nazionali ed internazionali è quello relativo alla cosiddetta pro-ciclicità della regolamentazione. Quest'ultima è stata più volte accusata di amplificare le fasi dello svolgimento del ciclo economico attraverso una crescente assunzione di rischi (anche attraverso la crescente innovazione finanziaria) in fase espansiva del ciclo economico e, con conseguente forte contrazione della disponibilità di finanza in fase recessiva. La regolamentazione internazionale di Basilea si è fondata sulla valutazione del rischio di credito, del rischio di mercato e, con il Nuovo Accordo anche del rischio operativo, su metodi e pratiche da adottare volte a determinare i requisiti patrimoniali a fini regolamentari senza però mai dedicare una sezione alla valutazione e misurazione del rischio di liquidità. Infatti si riteneva a livello internazionale, che al verificarsi di problemi di liquidità avrebbe sopperito il funzionamento dei mercati interbancari. Ed è proprio in relazione al liquidity risk che sono venute alla luce le maggiori carenze della regolamentazione di Basilea 2, che hanno portato successivamente le autorità all'elaborazione di un nuovo set normativo che tenesse conto del problema e dell'importanza della liquidità nel sistema.

1.3.3 Le indicazioni di Basilea 3

Le nuove disposizioni regolamentari sono volte da un lato ad integrare gli insegnamenti della crisi e dell'altro lato a prevenire il verificarsi di episodi che si sono susseguiti negli ultimi 5 anni. Gli elementi di maggiore portata innovativa caratterizzanti il nuovo Accordo sono: l'innalzamento della qualità del patrimonio di vigilanza e la revisione dei limiti minimi, il contenimento del grado di leva del sistema finanziario con l'introduzione di un requisito non ponderato per il rischio (leverage ratio), la riduzione degli effetti pro-ciclici di Basilea2 e l'introduzione di specifiche regole quantitative volte a contenere il rischio di liquidità(Mieli 2010)⁸. Obiettivo della riforma è quello volto alla realizzazione di un sistema finanziario più stabile, ponendo un freno alla corsa dell'innovazione finanziaria per sfuggire alla regolamentazione.

Abbiamo sottolineato già precedentemente come le difficoltà incontrate da alcune banche siano derivate per lo più dal mancato rispetto dei principi basilari della gestione del rischio di liquidità. Perciò, nel 2008 il Comitato ha pubblicato il documento "Principles for Sound liquidity risk management and supervision", per una migliore gestione del liquidity risk. Ad integrazione di questi principi, il Comitato ha rafforzato la regolamentazione della liquidità elaborando due requisiti minimi per la liquidità al fine di conseguire due ulteriori obiettivi. Il primo volto a rafforzare la liquidità di breve termine delle banche e il secondo volto a favorire la liquidità nel più lungo termine. Tali requisiti stabiliscono livelli minimi per le banche che operano a livello internazionale.

Il primo indicatore, di breve termine, prende il nome di Liquidity Coverage Ratio (LCR); esso mira ad assicurare che una banca mantenga un livello adeguato di attività liquide di elevata qualità non vincolate che possano essere convertite in contanti per soddisfare il suo fabbisogno di liquidità nell'arco di 30 giorni di calendario in uno scenario di stress. Tale stock di attività liquide dovrebbe consentire alla banca di

⁸ Mieli S. (2009), Crisi finanziaria e azione di vigilanza: gli scenari evolutivi, Atti di convegno ABI 2009: "Basilea 2 e la crisi finanziaria", Banca d'Italia

sopravvivere almeno fino al trentesimo giorno dello scenario, presupponendo che entro tale arco temporale sia pronto l'intervento degli organi aziendali e delle autorità di vigilanza. Il LCR è definito da tale rapporto:

$$\frac{\text{Stock di attività liquide di elevata qualità}}{\text{Totale dei deflussi di cassa netti}} \geq 100\%$$

Il requisito prevede che il valore del rapporto non sia inferiore al 100% (ovvero che lo stock di attività liquide di elevata qualità sia quantomeno pari al totale dei deflussi di cassa netti). Le banche devono soddisfare questo requisito nel continuo e detenere uno stock di attività liquide di elevata qualità non vincolate come difesa contro eventuali gravi stress.

Il numeratore del LCR è costituito dallo "stock di attività liquide di elevata qualità"; sono considerate attività liquide e di elevata qualità le attività che possono essere convertite in contanti in modo facile e immediato con una perdita di valore modesta o nulla. Le caratteristiche da valutare in relazione alla liquidabilità delle attività sono:

- il rischio di credito e di mercato ad esse relativo, in quanto attività meno rischiose tendono a essere più liquide;
- la facilità e la certezza della valutazione, la liquidità di un'attività aumenta se vi sono maggiori possibilità che gli operatori di mercato siano concordi nel valutarla;
- la scarsa correlazione con attività rischiose;
- la quotazione in mercati sviluppati e ufficiali;
- la presenza di un mercato attivo e di grandi dimensioni;
- la presenza di market makers impegnati;
- una bassa concentrazione di mercato; presenza di un insieme diversificato di acquirenti.

Il secondo requisito nella prevenzione del rischio di liquidità è il Net Stable Funding Ratio (NSFR). Esso è volto a promuovere un maggior ricorso al finanziamento a medio-lungo termine delle attività e delle operazioni svolte dalle organizzazioni bancarie. Il NSFR stabilisce un ammontare minimo accettabile di raccolta stabile basato sulle

caratteristiche di liquidità delle attività e delle operazioni di un'istituzione su un orizzonte di un anno. Tale indicatore è strutturato in modo da garantire che le attività a lungo termine siano finanziate con almeno un importo minimo di passività stabili in relazione ai rispettivi profili di rischio di liquidità. Esso è volto a limitare l'eccessivo ricorso alla raccolta all'ingrosso a breve termine in periodi di abbondante liquidità di mercato e ad incoraggiare una migliore valutazione del rischio di liquidità basata su tutte le poste in bilancio e fuori bilancio.

Il NSFR è definito dal rapporto:

_____ >100%

Per provvista stabile si intendono i tipi e gli importi di capitale di rischio e di credito che si ritiene costituiscano fonti affidabili di fondi su un orizzonte temporale di un anno in condizioni di stress prolungato. L'ammontare obbligatorio dipende dalle caratteristiche di liquidità delle varie tipologie di attività detenute.

La provvista stabile disponibile è composta dalla somma delle seguenti voci:

- patrimonio;
- azioni privilegiate e altri strumenti di capitale eccedenti l'importo computabile nel Tier 2 con scadenza pari o superiore a un anno;
- passività con scadenze effettive pari o superiori a un anno;
- depositi liberi e/o a termine con scadenze inferiori a un anno;
- provvista all'ingrosso con scadenza inferiore a un anno.

L'Accordo di Basilea3 reca numerose modifiche ed aggiunte rispetto alla regolamentazione precedente di Basilea2, tra cui quella relativa al limite posto all'accumulo eccessivo di leva finanziaria nel sistema. La crisi ha mostrato un eccessivo accumulo di leva finanziaria, tale che nelle fasi più acute delle turbolenze le banche sono state costrette a ridurre la propria leva. Per tale motivo il Comitato ha introdotto il leverage ratio, indice avente come obiettivo il contenimento del grado di leva finanziaria nel settore bancario.

Altro aspetto citato precedentemente, messo in luce dalla crisi, è quello relativo alla pro-ciclicità della regolamentazione finanziaria che amplifica le fasi del ciclo economico. Sono state adottate diverse misure dal Comitato per contrastare tale fenomeno con l'obiettivo di ridurre l'andamento ciclico del requisito patrimoniale minimo, di promuovere accantonamenti anticiclici, di preservare le risorse patrimoniali al fine di costituire delle riserve in ambito bancario cui attingere durante le fasi di tensione.

1.4 Aree di intervento per ripristinare la stabilità finanziaria

La grave crisi finanziaria acuita dalle carenze del sistema regolamentare analizzate precedentemente, ha portato diversi organismi ed autorità internazionali ad elaborare possibili suggerimenti e azioni da porre in essere in diversi settori. In particolare sono state individuate alcune principali aree di intervento per un'azione di policy:

- Maggiore cooperazione tra le autorità di supervisione; essa ha l'obiettivo di promuovere e rafforzare l'azione congiunta di supervisione da parte delle autorità. La proposta elaborata dal Gruppo de Larosière⁹ è di dotare l'Europa di un sistema europeo integrato di vigilanza. La recente crisi finanziaria e i successivi sviluppi che hanno visto un accrescimento del rischio sovrano per i paesi dell'Euro zona, ha evidenziato la necessità dello sviluppo di un'attività di supervisione non solo a livello micro-prudenziale per i singoli intermediari finanziari, ma a livello macro-prudenziale per il buon funzionamento del sistema nel suo complesso. Secondo il Gruppo de Larosière, tale organo di controllo macro-prudenziale dovrebbe essere investito dei seguenti compiti: monitorare la stabilità dell'intero sistema, analizzare le interrelazioni esistenti

⁹ Gruppo composto da esperti guidati da Jacques Larosière, incaricati nel 2008 dalla Commissione Europea di analizzare le cause della crisi e di produrre un rapporto contenente indicazioni per l'intera Unione Europea, volte all'uscita dalla crisi.

tra i diversi intermediari finanziari, emanare raccomandazioni in materia e anticipare l'eventuale insorgenza di crisi finanziarie. Le proposte del Financial Stability Forum (FSF)¹⁰ riguardano soprattutto la tempestività dell'azione delle diverse autorità di fronte a turbolenze dei mercati, come quelle passate, quindi incoraggia una maggiore cooperazione internazionale e una più rapida e tempestiva diffusione delle informazioni.

- Nuovi requisiti di vigilanza prudenziale; sono valutate nuove proposte volte a rafforzare la stabilità dell'intero sistema finanziario, con un miglioramento non solo della quantità ma soprattutto della qualità del capitale-cuscinetto previsto dai requisiti minimi di Basilea. Alle autorità di vigilanza è richiesto di compiere una più accurata attività di supervisione del risk management delle banche, sottoponendo i loro bilanci e la loro situazione a periodiche prove di stress.
- Applicazione meno asettica del principio contabile del mark to market; tale principio dovrebbe essere applicato in modo più elastico, in particolare in relazione a strumenti liquidi che la banca intende cedere entro breve termine. Non dovrebbe quindi applicarsi alla valutazione di strumenti finanziari illiquidi e non destinati alla vendita, in quanto si rivelerebbe non adeguato.
- Ruolo e funzionamento delle agenzie di rating; è noto il ruolo che le agenzie di rating hanno rivestito in relazione alla crisi finanziaria di cui si discute. Si tratta di organismi di valutazione del merito creditizio legati ai soggetti stessi che richiedono la valutazione, intrecciando in tal modo le proprie vicende con quelle dei soggetti sottoposti a valutazione, generando quindi situazioni di conflitto di interesse. Le diverse proposte regolamentari in tale contesto si riferiscono ad una maggiore responsabilizzazione delle agenzie di rating. Secondo le disposizioni del FSF, le agenzie di notazione dovrebbero migliorare il proprio processo valutativo, adeguare il codice di condotta al "CRA Code of Conduct Fundamentals" e migliorare la capacità di gestione dei conflitti di interesse. Una delle proposte di maggiore interesse elaborate dall'FSF, prevede

¹⁰ Organo istituzionale di emanazione G7, costituito nel 1999 a Basilea e composto dai banchieri centrali e dai Ministri delle finanze dei paesi più industrializzati.

l'utilizzo di metodi di valutazione differenti per le obbligazioni tradizionali e per gli strumenti di finanza strutturata.

- Trasparenza dei prodotti finanziari; spesso il mercato non è stato adeguatamente informato circa i rischi insiti nei diversi prodotti di finanza strutturata. Si auspica dunque una migliore e più corretta informazione del pubblico degli investitori, al fine di ripristinare la fiducia di questi ultimi nel sistema. Questa disclosure dovrebbe riguardare non solo il mercato degli investimenti, ma anche quello bancario, con la predisposizione di un adeguato set informativo messo a disposizione dalle istituzioni creditizie in favore della clientela, in modo da rafforzare la propria reputazione e fiducia dei risparmiatori nel mercato bancario e finanziario.

Capitolo 2

**La cartolarizzazione del credito come
fonte di liquidità per le banche**

In questo capitolo illustreremo brevemente la tecnica della cartolarizzazione dandone una definizione ed illustrando chi sono i soggetti attraverso cui si realizza l'operazione e quali sono le fasi della sua messa in atto, per poi passare all'analisi del ruolo della securitization nella crisi finanziaria del 2007 e il ruolo che essa riveste oggi come fonte di liquidità per gli intermediari finanziari.

2.1 Una tecnica rappresentativa dell'innovazione finanziaria

Gli anni della crescente innovazione finanziaria vedono l'affermarsi della tecnica della cartolarizzazione del credito. Essa si afferma negli anni 70 inizialmente negli USA con l'obiettivo di soddisfare esigenze di liquidità attraverso lo smobilizzo di mutui ipotecari presenti nei portafogli delle istituzioni finanziarie. Tale tecnica permette la trasformazione di poste di bilancio normalmente non negoziabili in strumenti finanziari negoziabili sul mercato dei capitali. Inizialmente l'operazione di cartolarizzazione si applicava solamente al settore bancario e a sottostanti quali i mutui ipotecari, nel tempo ha subito una forte evoluzione applicandosi a soggetti diversi dal settore bancario-finanziario e applicandosi a diverse classi di attivo.

2.1.1 Cos'è la securitization?

La securitization si sostanzia nello smobilizzo di classi di attivo cedute ad un terzo soggetto appositamente costituito, il quale finanzia l'acquisto di tali attivi attraverso l'emissione di valori mobiliari sul mercato dei capitali (ABS)¹¹, garantiti dagli attivi stessi. Per la messa in atto della tecnica esistono diversi schemi operativi, di cui il più noto ed utilizzato è quello denominato "pay-through" che può essere suddiviso in tre fasi:

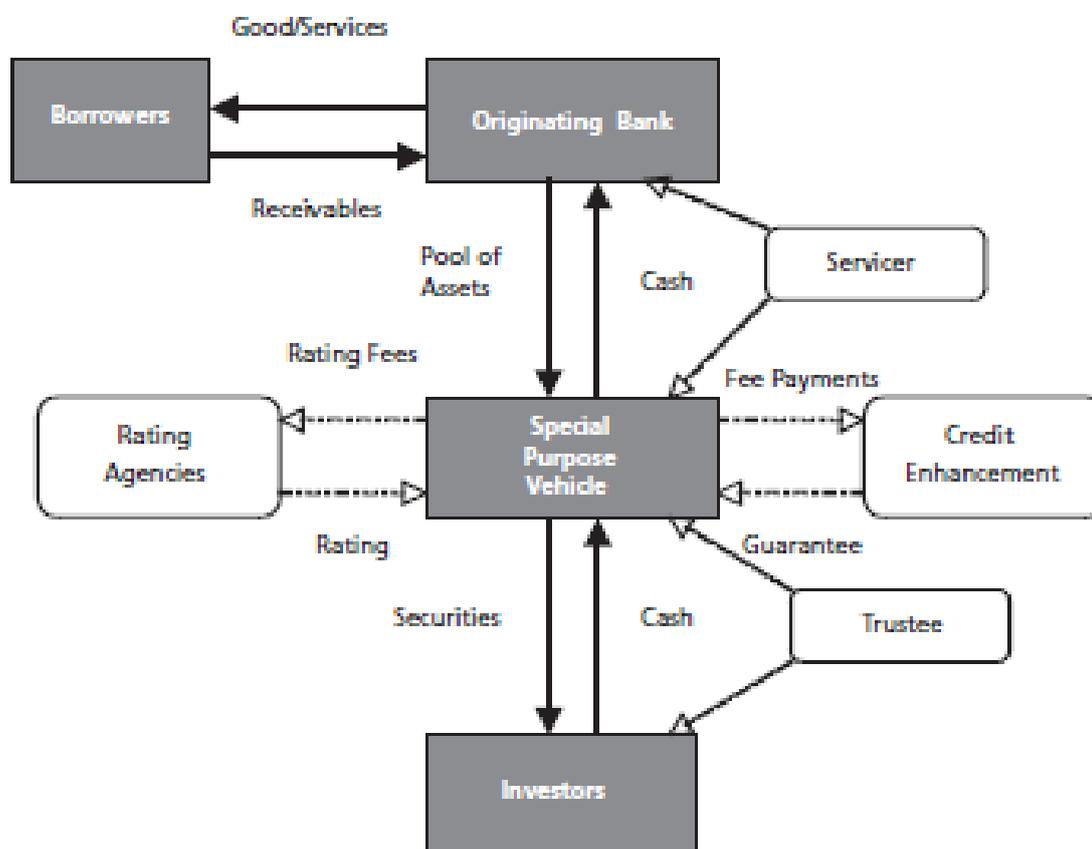
- individuazione dei crediti oggetto della securitization;
- cessione dei crediti in forma pro soluto da parte della banca;
- creazione di un soggetto economico SPV (Special Purpose Vehicle) esterno al gruppo cedente, che effettua l'acquisto dei crediti ceduti finanziandolo con l'emissione sul mercato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

Di seguito riportiamo la struttura tipica di un'operazione di cartolarizzazione che riguarda flussi di cassa determinati o determinabili e il loro trasferimento alla società veicolo che finanzia tale acquisizione attraverso l'emissione di titoli garantiti dal pool di assets sottostante l'operazione stessa.

¹¹ Tali titoli prendono il nome di ABS (asset backed securities), comprendendo con tale metodologia l'intero universo dei titoli strutturati. In particolare essi prendono il nome di RMBS (Residential Montgage backed Securities) quando l'asset class è composto da mutui residenziali o commerciali (CMBS Commercial Montgage Backed Securities), oppure CDO (Collateralized debt obligations) quando il sottostante è composto da strumenti finanziari incorporanti diritti di credito diversi da contratti di mutuo.

Figura 2.1.1

La struttura dell'operazione di cartolarizzazione



Fonte: Securities industry and financial markets association (Sifma)

Dunque l'investitore finale non ha alcun diritto di rivalsa nei confronti della banca cedente, ma unicamente nei confronti del soggetto terzo SPV, il cui attivo è composto proprio dai crediti oggetto dell'operazione. Perciò il rischio dell'operazione si fonda sulla qualità dei crediti sottostanti. Al fine di poter mettere in atto l'operazione è necessario che siano verificati alcuni presupposti:

- identificazione di un portafoglio di attivi omogenei tra di loro. Com'è noto gli impieghi che costituiscono l'attivo del bilancio bancario sono tra loro molto eterogenei. È dunque necessario identificare un pool di assets tra loro

omogenei, in modo che possano costituire l'oggetto dell'operazione di cartolarizzazione. Tali crediti devono prevedere schemi ben definiti di rimborso del capitale e degli interessi, vita media normalmente non superiore ai 12 mesi, bassa percentuale di insoluti e un alto rendimento, ciò in quanto il pagamento di capitale ed interessi per gli investitori in titoli cartolari dipende proprio dai crediti sottostanti;

- volume dell'operazione. La realizzazione di un'operazione di securitization comporta numerosi costi fissi (costituzione dello SPV, spese legali, spese per emissione dei titoli, etc), perciò è necessario che l'ammontare totale dei crediti oggetto dell'operazione sia tale da consentire un ammortamento di tali costi;
- cessione effettiva degli attivi. La cessione dei crediti deve avvenire pro soluto, dunque senza alcuna possibilità di rivalsa nei confronti della banca cedente, in modo da realizzare un trasferimento effettivo dei crediti dal soggetto cedente al soggetto cessionario. Inoltre è necessario che vi sia indipendenza tra il soggetto cedente e il veicolo finanziario, in modo da evitare che vicende negative dell'uno possano pregiudicare la situazione dell'altro;
- impossibilità di fallimento dello SPV. È importante che gli investitori in titoli cartolari siano esposti solo al rischio di credito del veicolo finanziario in relazione ai crediti ceduti e, affinché ciò si verifichi, bisogna che il veicolo detenga come unico attivo i crediti oggetto dell'operazione per cui è avvenuta la sua costituzione. Lo SPV deve essere indipendente dalla sorte del soggetto cedente in modo da evitare che eventuali vicissitudini di quest'ultimo condizionino o intacchino il proprio bilancio e, in caso di fallimento del cedente non devono essere possibili azioni revocatorie nei confronti dei crediti ceduti.

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

- i debitori ceduti. La loro natura dipende dall'attività svolta dal soggetto cedente. Ad esempio si può trattare di privati, nel caso oggetto dell'operazione siano mutui ipotecari o prestiti al consumo. Un aspetto importante, diffuso a

- livello internazionale, prevede la comunicazione della cessione del credito al debitore ceduto, che continua ad effettuare i propri pagamenti alla banca cedente. In alcuni ordinamenti è previsto che la cessione non possa aver luogo fino ad approvazione da parte del soggetto ceduto;
- l'azienda o la banca cedente. Attraverso l'operazione di cartolarizzazione, il soggetto cedente realizza diversi obiettivi; dal punto di vista economico-finanziario, dal punto di vista di un aumento e diversificazione delle fonti di provvista e un aumento delle potenzialità commerciali. Dal punto di vista economico-finanziario le banche sono sottoposte al rispetto delle disposizioni previste dalla regolamentazione internazionale di Basilea, che prevede la detenzione e determinazione di un requisito minimo patrimoniale per le attività ponderate per il rischio, per cui attraverso l'operazione di cartolarizzazione si realizza il trasferimento del rischio di credito al mercato il che comporta una riduzione dei rischi per la banca che quindi potrà detenere un capitale minimo inferiore. La tecnica della securitization, oltre ad operare un trasferimento del rischio di credito al mercato, permette di trasformare attivi normalmente non negoziabili in titoli scambiabili sul mercato dei capitali, dunque permette al soggetto cedente di ottenere liquidità da parte dello SPV operando lo smobilizzo di tali crediti a favore del veicolo finanziario. La messa in atto della tecnica permette anche di migliorare le potenzialità commerciali della banca cedente, in quanto in tal modo essa può utilizzare tale liquidità derivante dall'operazione per la concessione di nuovi prestiti. Inoltre la cartolarizzazione del credito, a fronte di tali vantaggi presenta anche un ulteriore punto a suo favore, derivante dal fatto che la banca cedente continua a svolgere attività di servicing relativamente ai debitori ceduti, mantenendo dunque il rapporto con la clientela;
 - lo Special Purpose Vehicle. Il veicolo finanziario rappresenta il soggetto terzo dell'operazione di securitization, costituito appositamente per la cessione dei crediti sottostanti e per l'emissione dei titoli cartolari con cui finanziare l'acquisto delle classi di attivo oggetto dell'operazione. La sua funzione

principale è quella di realizzare il distacco dei crediti ceduti dal bilancio della banca. La struttura dello SPV con l'attivo composto dai soli attivi cartolarizzati rappresenta un'importante garanzia per gli investitori, in quanto questi ultimi sono chiamati a valutare unicamente tale attivo e non il complesso delle attività della banca;

- i terzi garanti. L'utilizzo di terzi garanti del rischio creditizio legato ai titoli ABS oggetto dell'operazione permette di migliorare il rating dei titoli stessi e quindi di effettuare un più agevole e rapido collocamento sul mercato. Le controparti garanti effettuano un'attenta analisi dei rischi relativi alla possibilità di insoluto dei debitori ceduti in modo da approntare la loro attività di garanti, offrendo una copertura parziale oppure totale realizzata da monoline insurance company attraverso l'uso dello strumento della polizza assicurativa;
- le società di rating. Il ruolo svolto dalle agenzie di notazione in relazione ai titoli ABS è fondamentale, in quanto effettuano una valutazione con assegnazione del merito creditizio attribuibile ai titoli emessi. Le agenzie effettuano una valutazione relativa unicamente al pool di assets sottostante l'operazione, prescindendo dalla valutazione della situazione della banca cedente. Esse prendono in considerazione e valutano l'attività del soggetto cedente sia per quanto riguarda la concessione del finanziamento, sia per quanto riguarda la selezione e la realizzazione del pool di assets. Altro aspetto preso in considerazione nella valutazione è quello relativo alla presenza o meno di terzi garanti e al rating attribuito all'entità che presta garanzia sui titoli ABS, in particolare il rating attribuito ad un titolo ABS non potrà mai superare quello del proprio garante;
- la merchant bank. Tale soggetto può svolgere diverse funzioni; occuparsi degli aspetti connessi con il collocamento degli strumenti cartolari emessi, ma anche effettuare attività di consulenza circa la fattibilità e la convenienza dell'operazione;
- gli investitori. Si tratta dei soggetti acquirenti dei titoli ABS emessi dallo SPV, spesso si tratta delle stesse aziende bancarie che intendono impiegare le

proprie disponibilità in titoli con alto rating e garanzie tali da evitare situazioni di insoluto;

- i soggetti minori. Il funzionamento della tecnica si basa sui flussi derivanti dagli attivi cartolarizzati. Questi ultimi, per quanto omogenei mantengono sempre un certo grado di eterogeneità. Per esempio alcuni possono prevedere interessi a tasso fisso, altri a tasso variabile ed inoltre possono anche essere espressi in valute differenti. Per coprirsi dal rischio di tasso d'interesse e da quello di cambio si entra nel mercato swaps.

Per quanto riguarda la remunerazione per i titoli ABS, essa dipende da diversi fattori:

- dal rating ad essi assegnato;
- dalla tipologia del sottostante cartolarizzato;
- dalla giurisdizione di appartenenza del cedente e del collateral;
- dalla scadenza e dal profilo di ammortamento dei titoli emessi;
- dalla loro liquidità sul mercato secondario;
- dalla struttura tecnico-legale dell'operazione¹².

Al fine di poter rendere più agevole il collocamento dei titoli emessi, esistono diversi accorgimenti tecnici che possono essere adottati, detti di "credit enhancement". In relazione a tale argomento introduciamo una breve parentesi relativa all'assegnazione del merito creditizio da parte delle agenzie di notazione. Il processo di rating si può dividere in due step: stima della distribuzione delle perdite e simulazione dei cash flows relativi. Con la distribuzione delle perdite è possibile determinare l'ammontare di credit enhancement necessario per la tranche per ottenere un certo credit rating. Il credit enhancement può essere definito come l'ammontare delle perdite sul sottostante collaterale che può essere assorbito prima che la tranche assorba la perdita. Quando un rating è associato con un certo livello di PD (probability of default), l'ammontare di CE (credit enhancement) è semplicemente il livello della perdita.

¹² Monti E. (2009); « Manuale di finanza per l'impresa », nuova edizione, isedi

In particolare si è soliti distinguere tra due meccanismi:

- credit enhancement interno; effettuato senza alcun ricorso a terze controparti garanti, ma unicamente attraverso l'intervento dell'originator e con la predisposizione di accorgimenti tecnici. Tra essi si collocano: l'overcollateralization (consistente nel trasferimento allo SPV da parte del cedente di un pool di assets per un valore superiore rispetto all'ammontare dei titoli emessi, in modo che in caso di successo e buona riuscita dell'operazione, si genererà un surplus che verrà accreditato al cedente), il credit tranching (la suddivisione dei titoli ABS emessi in diverse tranches di classi subordinate tra loro, in modo che la classe privilegiata riceva i pagamenti per prima e poi a seguire le altre in base all'ordine di subordinazione), gli spread accounts o reserve accounts (il primo consiste nella costituzione di un fondo a favore dello SPV finanziato dal differenziale tra il tasso originario relativo al pool di prestiti oggetto dell'operazione e il tasso relativo ai titoli ABS emessi. Nel caso di insolvenze o ritardi nei pagamenti, lo SPV può utilizzare tali risorse per effettuare i pagamenti dovuti agli investitori finali. Si parla invece di Reserve accounts nel caso in cui tale fondo sia finanziato con il prezzo di acquisto), costituzione del Principal Deficiency Ledger (PDL, conto in cui vengono segnate le posizioni andate in default, tale conto viene periodicamente portato a zero grazie all'excess spread generato in modo da dare maggiore protezione agli investitori), definizione dei pay-out events o trigger events (possibili eventi che potrebbero deteriorare la capacità dello SPV di effettuare i pagamenti previsti alle diverse scadenze).
- credit enhancement esterno; interventi volti a migliorare il collocamento dei titoli ABS, ma questa volta realizzati da parte di soggetti terzi. Esso si può realizzare attraverso due forme differenti; quella della linea di finanziamento messa a disposizione da una banca allo SPV, oppure attraverso la forma dell'assicurazione prestata da compagnie di assicurazione.

2.1.2 L'evoluzione della tecnica di securitization

Anche la tecnica della securitization ha subito una forte evoluzione nel tempo, portando alla tecnica della securitization sintetica e alla whole business securitization. Per quanto riguarda la prima si tratta dell'applicazione della tecnica dei credit derivatives¹³ a quella della cartolarizzazione del credito. Entrambe le tecniche permettono di trasferire il rischio di credito ad un soggetto terzo, ma attraverso la cartolarizzazione si ottiene liquidità, ciò non si realizza nel caso dei credit derivatives. Se il soggetto cedente non ha bisogno di finanziamenti, ma unicamente dell'attività di trasferimento del rischio, si possono combinare tra loro le due tecniche ed ottenere così quella che è detta "securitization sintetica". La società cedente mantiene nel proprio bilancio il pool di assets relativi all'operazione e si limita quindi al trasferimento del rischio ad essi relativo allo SPV attraverso un derivato contro pagamento di un premio. Il veicolo emette ABS ed acquista titoli di stato con il ricavato, effettua i pagamenti agli investitori finali attraverso i flussi rivenienti dai titoli di stato e dal premio pagato periodicamente dal cedente per il trasferimento del rischio. La seconda tecnica è quella della whole business securitization; in tal caso il sottostante dell'operazione non è un più un pool di crediti, ma è un'intera attività d'impresa dotata di propria organicità. La business unit sottostante non viene ceduta allo SPV, ma il merito creditizio dei titoli ABS emessi dallo SPV dipende unicamente dalle caratteristiche dell'unità in questione. Nella forma solitamente utilizzata, lo SPV si finanzia sul mercato dei capitali con l'emissione obbligazionaria ed impiega tali somme per concedere un prestito all'impresa originator.

¹³ Un credit derivative è un contratto finanziario che prevede uno scambio di pagamenti di cui almeno uno collegato alla performance di una particolare attività finanziaria soggetta a rischio di credito. Tra le possibili attività sottostanti ci sono i crediti commerciali, i prestiti bancari, le obbligazioni societarie, le cambiali finanziarie etc.

2.2 L'emblema della cartolarizzazione

L'analisi della tecnica di securitization non può prescindere dall'analisi dell'evoluzione del mercato e della finanza. In particolare quest'ultima esiste in quanto esiste il mercato nel quale avviene lo scambio di beni e servizi tra operatori economici. La cartolarizzazione, definita come tecnica che consente lo smobilizzo di attivi di difficile realizzazione e non negoziabili sul mercato dei capitali, si è affermata proprio come strumento del mercato, per poi subire una forte evoluzione e svincolarsi dal mercato stesso divenendo indipendente da esso¹⁴.

Uno studio condotto da Hansel e Krahen dal titolo "Does credit securitization reduce bank risk? Evidence from the European CDO market" riguarda lo sviluppo in Europa del mercato di titoli ABS e il suo impatto sul comportamento delle banche. Lo studio si basa sull'analisi del comportamento di 49 banche internazionali, sia europee che statunitensi. Si dimostra che le banche attive in questi mercati tendono ad accrescere la loro esposizione verso i fattori di rischio di mercato. Una domanda che gli autori si pongono nello studio e a cui tendono di dare risposta è: "Perché le banche cambiano la loro esposizione al rischio quando entrano nel business della cartolarizzazione?" Dallo studio emerge che la cartolarizzazione del debito provoca per le banche un cambiamento nella loro esposizione al rischio inversamente proporzionale alla loro performance finanziaria. Inoltre bisogna ricordare che paesi quali Gran Bretagna e Stati Uniti hanno un sistema di intermediazione di tipo market-based e dunque abituato a rivolgersi al mercato, mentre i sistemi europei sono generalmente di tipo bank-centric e dunque l'emergere della tecnica di cartolarizzazione genera un rischio maggiore proprio nei sistemi bank-based e per i quali l'avvento della securitization ha costituito una profonda innovazione.

¹⁴ Messina P. (2009), « Profili evolutivi della cartolarizzazione. Aspetti di diritto pubblico e privato dell'economia », G. Giappichelli editore-Torino

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

Già precedentemente, nel primo capitolo, in relazione alle dinamiche che hanno portato alle turbolenze finanziarie di cui abbiamo trattato, si è descritto il ruolo che le operazioni di cartolarizzazione hanno rivestito nella crisi finanziaria e, come essa sia stata accusata di aver scatenato la crisi stessa. Si può affermare che la crisi finanziaria del 2007 sia stata determinata da una serie di avvenimenti tra loro fortemente legati: carenza nell'analisi delle controparti contrattuali nella concessione del credito, distorsione del modello di banca commerciale e del modello di intermediazione (da "originate and distribute" a "originate to distribute"), carenze della regolamentazione internazionale vigente, conflitti d'interesse interni alle agenzie di notazione. La tecnica della securitization e l'evoluzione del modello della banca commerciale hanno portato numerosi vantaggi ai soggetti che ne hanno fatto uso, il problema si è verificato nel momento in cui tali strumenti sono stati distolti dal loro fine ultimo (trasferimento del rischio, generazione di liquidità, incremento delle potenzialità commerciali delle banche) e sono stati utilizzati in un'ottica di profitto di breve periodo con l'obiettivo di sfuggire ai vincoli posti dalla regolamentazione finanziaria. Dunque, di per sé tale tecnica e tale evoluzione del concetto di banca non sono imputabili delle turbolenze finanziarie cui abbiamo assistito, ma sicuramente risulta colpevole l'uso che se ne è fatto nel tempo. In particolare ci riferiamo alla concessione di finanziamenti a soggetti che non presentavano garanzie adeguate (generando il segmento dei mutui subprime) portando nel tempo a livelli di consumo elevati derivanti dal valore degli immobili e non dal reddito disponibile delle famiglie, con tassi di risparmio in diminuzione, smobilizzando tali mutui privi di garanzie attraverso operazioni di cartolarizzazione con emissione di titoli da parte di veicoli finanziari spesso non del tutto indipendenti dal soggetto originator e valutati da agenzie di rating attraverso l'uso di modelli non trasparenti di valutazione. Tutto ciò, insieme ad una situazione congiunturale che ha visto una riduzione dei prezzi delle abitazioni e un

incremento dei tassi d'interesse, con relativo incremento del servizio del debito, ha portato all'uragano finanziario cui abbiamo assistito in questi ultimi anni.

Come già affermato, la cartolarizzazione del credito è un processo complesso che coinvolge numerosi soggetti responsabili delle frizioni che si originano nel mercato. I problemi derivano dalla presenza di asimmetrie informative, in quanto ciascun soggetto che prende parte al meccanismo ha maggiori informazioni rispetto all'altro. Adam B. Ashcraft e Til Schuermann, in uno studio dal titolo "Understanding the securitization of subprime mortgage credit" hanno individuato sette situazioni relative ai rapporti tra i diversi soggetti che prendono parte all'operazione, passibili di generare problemi informativi e dunque frizioni:

- Frizione tra prestatore di fondi e originator; il processo di cartolarizzazione ha inizio con la richiesta di un prestito da parte del prestatore di fondi al fine di comprare una proprietà o rifinanziare un prestito già in essere. L'originator, una volta valutate le diverse condizioni, accorda la concessione del finanziamento ed è remunerato dalle commissioni ed interessi rivenienti dal prestito concesso e successivamente dal processo di vendita del prestito. Per esempio, l'originator può vendere un portafoglio di prestiti con valore iniziale di 100 milioni di \$ ad un prezzo di 102 milioni di \$, ottenendo in tal modo un guadagno da vendita di 2 milioni di \$. Dunque il primo problema informativo che stiamo analizzando riguarda il rapporto tra mutuatario e originator, ciò perché il prestatore di fondi può non avere adeguate competenze finanziarie ed ignorare le diverse opzioni disponibili, perciò non può effettuare una scelta tra le diverse alternative. Per evitare il verificarsi di una simile circostanza è necessario l'intervento dello stato e delle sue leggi a tutela della trasparenza informativa e contrattuale del mutuatario;
- Frizione tra originator e arranger; il pool di prestiti è solitamente acquistato da parte di un'istituzione finanziaria. La prima responsabilità dell'arranger è di condurre una due diligence sull'originator, inoltre l'arranger deve consultarsi con il management dell'originator e con le agenzie di rating. Anche in questo

caso siamo di fronte ad un problema informativo, infatti l'originator possiede un vantaggio informativo circa la qualità dei soggetti mutuatari. Un modo per evitare il verificarsi di questa frizione nel sistema si basa sicuramente sulla corretta analisi che l'arranger deve svolgere (due diligence).

- Frizione tra arranger e terze parti: adverse selection; c'è un'importante asimmetria informativa tra l'arranger e le terze parti circa la qualità dei prestiti, ciò deriva dal fatto che l'arranger ha più informazioni circa la qualità dei finanziamenti, infatti l'arranger può cartolarizzare "bad loans" (the lemons) e mantenere invece in portafoglio i "good loans". Questa frizione deriva dalle relazioni che l'arranger instaura con i soggetti prestatori di denaro e con le agenzie di rating.
- Frizione tra servicer e debitore: moral hazard; il trust impiega un soggetto detto servicer che è responsabile della raccolta del denaro da parte dei debitori e dei pagamenti a favore degli investitori in titoli ABS. Esso è remunerato con una commissione pagata periodicamente dal trust. La situazione di moral hazard si riferisce al cambiamento che si può registrare in relazione alla distribuzione del rischio relativo all'operazione. Questa asimmetria informativa può essere superata chiedendo al debitore di avere a disposizione costantemente un deposito di garanzia sia per le tasse che per i costi di assicurazione relativi alla proprietà. Quando il debitore non ha a disposizione questo deposito, il servicer deve effettuare un pagamento a favore degli investitori per prevenire eventuali perdite.
- Frizione tra servicer e terze parti: moral hazard; il servicer può avere effetti negativi o positivi dalle perdite realizzate dal pool di prestiti. L'impatto della qualità del servicer sulle perdite ha implicazioni sia per gli investitori che per le agenzie di rating. Obiettivo degli investitori è quello di minimizzare le perdite, mentre le agenzie di rating vogliono minimizzare l'incertezza relativa alle possibili perdite. Per minimizzare l'impatto di questa frizione, le agenzie di rating conducono una due diligence sul servicer, usano poi tali risultati per

l'attribuzione del giudizio di merito creditizio ai titoli MBS e rendono pubbliche tali analisi.

- Frizione tra asset manager e investitore: principale-agente; l'investitore apporta i fondi per l'acquisto dei titoli ABS. Quando l'investitore non ha adeguate conoscenze finanziarie si affida ad un agente che formula una strategia d'investimento, conduce la due diligence e trova il miglior prezzo di acquisto. Data questa evidente differenza informativa tra le due parti, si genera un problema informativo tra investitore e portfolio manager; l'investitore infatti potrebbe non essere in grado di comprendere effettivamente la strategia d'investimento del manager. Questa situazione può essere mitigata con l'uso del mandato d'investimento e con la valutazione delle performance del manager.
- Frizione tra investitore e agenzie di rating: model error; le agenzie di rating sono pagate dall'arranger e non dagli investitori per esprimere le loro opinioni e questo meccanismo dà origine ad una situazione di conflitto d'interessi. Se l'investitore non è capace di valutare correttamente il compito svolto dalle agenzie di rating, egli può subire errori cosiddetti "onesti" ed errori detti "disonesti". I primi sono il prodotto naturale della rapida innovazione finanziaria, mentre i secondi possono derivare dalla dipendenza delle agenzie di rating dalle commissioni pagate dall'arranger. Questa frizione può essere mitigata da due elementi: la reputazione delle agenzie di rating e la public disclosure dei criteri di assegnazione rating da parte delle agenzie.

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

- Frizione tra prestatore di fondi e originator, alcuni prodotti offerti a "subprime borrowers" sono risultati essere molto complessi.
- Frizione tra originator e arranger;

- Frizione tra arranger e terze parti, in particolare al venir meno della due diligence condotta dall'asset manager , vengono meno gli incentivi dell'arranger a condurre una propria due diligence.
- Frizione tra investitore e agenzie di rating.

È possibile identificare il cosiddetto “subprime mortgagor”?

Nel 2001 il “Interagency expanded guidance for subprime lending programs” ha definito il “subprime borrower” attraverso una serie di caratteristiche distintive:

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

Un elemento importante da valutare in relazione al mercato subprime è relativo all'impatto della rinegoziazione dei pagamenti e l'abilità del debitore di continuare ad effettuare i pagamenti mensili dovuti. Un recente studio a riguardo, condotto da Cagan nel 2007 cerca di stimare la frazione di “resetting loans” che si concluderanno con una privazione del diritto a cancellare l'ipoteca sull'immobile. In un ambiente economico caratterizzato dall'assenza di apprezzamenti del valore delle abitazioni, emerge che il 12% dei prestiti subprime finirà per andare in default.

2.2.2 ...a possibile soluzione della crisi di liquidità.

La rivoluzione che le operazioni di cartolarizzazione hanno generato nel mondo della finanza, ha portato diversi economisti a svolgere analisi relative ai motivi che porterebbero le banche ad utilizzare tale tecnica. In particolare, un'analisi condotta da Martin-Oliver e Saurina per il Banco de Espana nel novembre 2007 dal titolo "Why do banks securitize assets?" mostra come la ragione principale per cui le banche cartolarizzano i propri assets sia relativa a necessità di liquidità, mentre tra gli altri motivi figurano il trasferimento del rischio e la conseguente riduzione del livello minimo di capitale da detenere stabilito dalla regolamentazione internazionale di Basilea. Anche altri studi, stavolta condotti dalla Banca d'Italia¹⁵, mettono in evidenza i motivi maggiori per cui tale tecnica viene utilizzata, tra essi figurano; necessità di nuove fonti di liquidità, trasferimento del rischio di credito, ricerca di nuove opportunità di profitto e il ruolo che riveste il capitale per le banche. La liquidità generata in relazione ad operazioni di securitizations ha il vantaggio di non essere soggetta all'assicurazione sui depositi e ai limiti richiesti per la costituzione delle riserve. In relazione all'attività di trasferimento del rischio, parte della letteratura in materia sostiene che le banche hanno maggior incentivo a cartolarizzare prestiti di qualità elevata anziché prestiti di minore qualità. Ciò è vero quando il capitale economico legato alla disciplina di mercato è inferiore rispetto al capitale regolamentare. Altri motivi per mantenere in bilancio i crediti di minore qualità sono relativi all'asimmetria informativa e alla reputazione delle banche, infatti i prestiti più rischiosi sono più difficili e costosi da vendere sul mercato ed inoltre le banche tengono molto a preservare la loro reputazione al fine di consolidare il rapporto con la clientela e al fine di non perdere l'accesso al mercato. Per cui, in questi anni di difficoltà persistente relativa a problemi di liquidità per le aziende di credito, un uso saggio della tecnica di cartolarizzazione al fine di generare nuova liquidità sarebbe

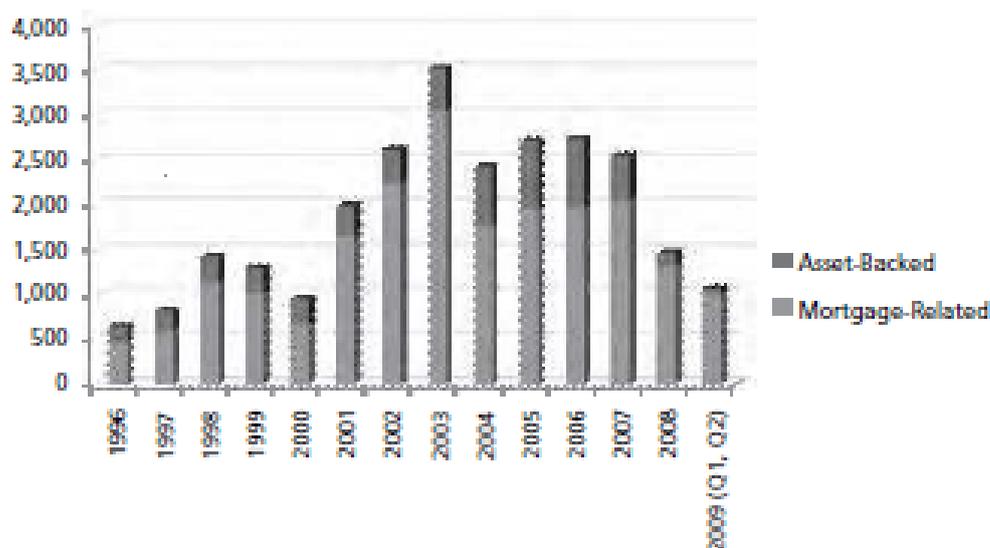
¹⁵ Affinito M., Tagliaferri E. (2010), « Why do (or did?) banks securitize their loans? Evidence from Italy », Temi di discussione, Banca d'Italia

auspicabile, in quanto permetterebbe di beneficiare di nuovi fondi ad un costo inferiore rispetto al costo del capitale proprio o del capitale di credito. Dunque possiamo chiederci quale sarà il futuro della tecnica di cartolarizzazione del credito. Innanzitutto, come evidenziato già nel precedente paragrafo, il fallimento della securitization di prestiti subprime è stato derivato dalla sua assoluta dipendenza dall'apprezzamento del prezzo delle abitazioni. Per ridurre alcuni problemi tipici di tale tecnica che hanno riversato i loro effetti sull'economia è necessario che le banche migliorino l'analisi dei richiedenti i prestiti in modo che i mutui subprime non siano più oggetto di cartolarizzazione.

Di seguito sono riportate le figure 2.2.1 e 2.2.2 che mostrano l'andamento delle cartolarizzazioni negli USA negli ultimi anni.

Figura 2.2.1

La struttura del mercato dei titoli di debito USA derivanti da cartolarizzazioni (dati in milioni di dollari)

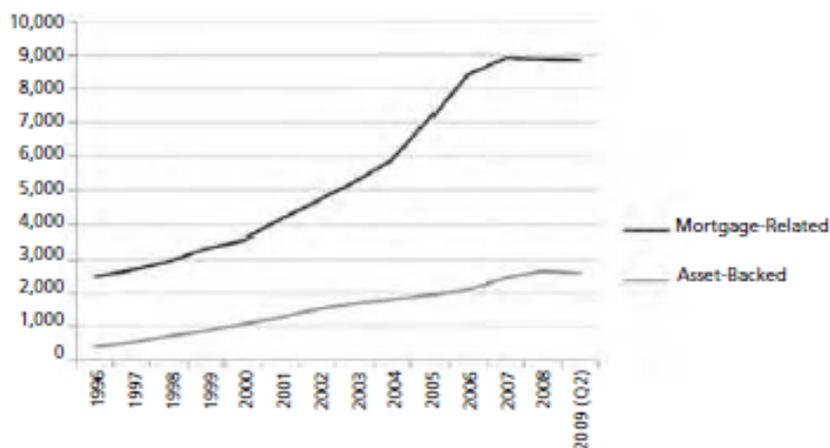


Fonte:Securities industry and financial markets association (Sifma)

La figura precedente riporta la struttura relativa al mercato delle cartolarizzazioni negli Stati Uniti, identificando nell'ampio insieme dei titoli ABS i titoli MBS, mortgage backed securities, ovvero quelli derivanti dal processo di cartolarizzazione di mutui ipotecari. Sull'asse delle ascisse sono riportati gli anni a partire dal 1996 e fino al 2009, mentre sull'asse delle ordinate sono riportate le cifre delle operazioni espresse in milioni di dollari. Come si può notare il boom di tali emissioni si è registrato tra l'anno 2001 e l'anno 2007 con il culmine nel 2003. Le emissioni di titoli ABS tornano nuovamente ai livelli del 1998-1999 proprio successivamente al 2007.

Figura 2.2

Il trend del mercato dei titoli obbligazionari USA derivanti da cartolarizzazioni (dati in milioni di dollari)



Fonte: Securities industry and financial markets association (Sifma)

La figura 2.2 riporta il trend del mercato di titoli ABS per gli Stati Uniti. Sull'asse delle ascisse sono riportati gli anni oggetto di analisi, sull'asse delle ordinate le cifre relative alle emissioni in milioni di dollari. Come si può notare, i titoli MBS dominano le altre tipologie di titoli facenti parte dell'insieme di titoli ABS.

La tabella 2.2.1 riportata di seguito effettua un confronto tra la performance delle banche che cartolarizzano e le banche che non cartolarizzano, in quanto come detto più volte, se usata in maniera opportuna la cartolarizzazione permette di ottenere numerosi benefici ai soggetti che ne fanno uso. I dati usati per l'analisi riportata dalla tabella sono stati raccolti dal Federal Reserve's reports of conditions and income; l'analisi comprende 9748 banche nel periodo tra il 2001 e il 2008, di queste 9290 cartolarizzano e le restanti no. Lo studio è stato condotto confrontando le caratteristiche generali delle banche che cartolarizzano con quelle delle banche che non utilizzano tale tecnica. La tabella 2.2.1 presenta i risultati dei confronti e riporta i valori medi e le deviazioni standard per l'intero campione. Le banche securitizers tendono a detenere meno attività liquide data la maggiore facilità di accesso al finanziamento esterno attraverso operazioni di securitizations, inoltre il tasso dei prestiti è maggiore per tali banche anziché per quelle non securitizers. Entrambe le tipologie di banche si finanziano per lo più attraverso i depositi bancari della clientela, con la differenza che tale forma di finanziamento è predominante nel caso delle banche non securitizers. Le banche che cartolarizzano risultano meno capitalizzate delle altre. Si nota inoltre dai dati un elemento di discordia da quanto affermato in teoria, ovvero si evince un costo del finanziamento maggiore per le banche securitizers che, in teoria, dovrebbero beneficiare di minori costi per l'approvvigionamento di fondi, in relazione a tali intermediari si evidenzia anche una maggiore rischiosità. L'ultima parte della tabella riguarda la performance delle banche (misurata in termini di ROA return on assets), si nota come agli intermediari bancari securitizers corrisponda una migliore performance. Si può concludere che le banche che cartolarizzano migliorano la propria redditività attraverso l'incremento in portafoglio di prestiti più rischiosi e dunque più redditizi e perciò sostengono anche costi maggiori per il finanziamento. Tali banche detengono un ammontare minore di capitale di rischio e hanno un più elevato margine di intermediazione derivante dall'attività di servicing da esse svolte in relazione alle operazioni di cartolarizzazione.

Tabella 2.2.1

Statistiche descrittive e test univariati delle diverse caratteristiche delle banche «securitizers» e «non-securitizers» del campione*

Variabile	Totale banche		Banche «non-securitizers»		Banche «securitizers»	
	Media	DS**	Media	DS	Media	DS
Dati di bilancio						
Totale Attivo (miliardi di \$)	1.1100	17.3223	0.3731	1.9786	16.0572	78.0081
Tasso di liquidità	0.2676	0.1421	0.2687	0.1426	0.2459	0.1302
Tasso dei prestiti	0.6339	0.1520	0.6330	0.1521	0.6517	0.1495
Depositi/Totale Attivo	0.8023	0.1173	0.8056	0.1130	0.7341	0.1709
Azioni/Totale Attivo	0.1280	0.0904	0.1288	0.0915	0.1116	0.0625
Impieghi						
Prestiti Immobiliari (%)	0.6556	0.1971	0.6569	0.1938	0.6284	0.2544
Tasso dei prestiti commerciali e industriali	0.2275	0.1594	0.2292	0.1595	0.1943	0.1548
Crediti al consumo (%)	0.0969	0.1147	0.0948	0.1068	0.1388	0.2165
Altri Impieghi (%)	0.0200	0.0650	0.0191	0.0637	0.0385	0.0855
Indice di concentrazione dei prestiti	0.5834	0.1555	0.5821	0.1537	0.6083	0.1873
Patrimonio di Vigilanza						
Tier 1 (%)	0.2103	0.3218	0.2137	0.3286	0.1429	0.0930
Livello complessivo capitale ponderato per il rischio	0.2217	0.3211	0.2249	0.3279	0.1578	0.0910
Costo della Raccolta						
Spesa per interessi/Debiti	0.0159	0.0109	0.0159	0.0112	0.0165	0.0043
Parametri di rischio						
Partite anomale (%)	0.0108	0.0171	0.0107	0.0174	0.0112	0.0095
Tasso crediti inestinti	0.0055	0.2398	0.0029	0.0291	0.0566	1.0985
Tasso svalutazione crediti	0.0052	0.2262	0.0028	0.0220	0.0537	1.0389
Performance Operativa						
ROA	0.0041	0.0123	0.0039	0.0123	0.0071	0.0116
Profitto da Interessi/Entrate Operative Nette	0.8363	0.1211	0.8414	0.1088	0.7324	0.2464
Profitti diversi/Entrate Operative Nette	0.1637	0.1211	0.1586	0.1088	0.2676	0.2464
Indice di concentrazione delle entrate	0.7768	0.9089	0.7784	0.9043	0.7442	0.9974

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

2.2.3 Nuove regole sulle cartolarizzazioni

Al fine di garantire maggiore trasparenza relativamente ai titoli ABS, il Direttorio della Banca Centrale Europea ha previsto un obbligo di informativa “loan-by-loan”. Tale trasparenza informativa richiede l'implementazione da parte della banca delle seguenti indicazioni, di natura qualitativa e quantitativa rispetto a:

- informazioni sui mutuatari;
- caratteristiche dei mutui;
- tasso di interesse;
- caratteristiche del collaterale;
- informazioni sulla performance;
- informazioni su RMBS a livello di titoli, collaterale e di tranche.

Con il settimo aggiornamento delle Disposizioni di Vigilanza Prudenziale per le banche, pubblicato in data 28 gennaio 2011, Banca d'Italia ha dato attuazione alle innovazioni in materia di cartolarizzazioni, introdotte dal nuovo articolo 122bis della Direttiva 2006/48/CE. Il nucleo di tale nuova norma prevede che le banche che investono in cartolarizzazioni non possano assumere posizioni verso quelle operazioni nell'ambito delle quali le banche che assumono il ruolo di cedente o promotore non abbiano reso noto di mantenere nelle stesse una quota di rischio (Retention Rule). Successivamente seguono disposizioni che impongono agli investitori obblighi di due diligence ed al Cedente obblighi di informativa. Obiettivo della Retention Rule è quello di allineare gli interessi dei soggetti che realizzano cartolarizzazioni con quelli di coloro che investono nelle stesse.

L'investitore può assumere posizioni verso ciascuna operazione di cartolarizzazione, a condizione che il cedente abbia esplicitamente reso noto che manterrà in via continuativa un interesse economico nell'operazione nella misura pari almeno al 5%.

La Retention Rule si applica secondo una delle seguenti modalità:

- mantenimento di una quota pari almeno al 5% del valore nominale di ciascuna tranche;
- nel caso di cartolarizzazione di attività rotative, mantenimento di ragioni di credito del cedente in misura pari almeno al 5% del valore nominale delle attività cartolarizzate;
- mantenimento di esposizioni di ammontare almeno pari al 5% del valore nominale delle attività cartolarizzate, qualora tali esposizioni possano rientrare nel medesimo portafoglio cartolarizzato ossia a fronte di un portafoglio di attività cartolarizzate pari a 100, il valore delle esposizioni mantenute sarà pari al 5%;
- mantenimento della tranche che copre la prima perdita e, se necessario anche di altre tranches aventi profili di rischio uguale o peggiore e scadenza non anteriore a quella delle tranches trasferite a terzi, in misura almeno pari al 5% del valore nominale delle attività cartolarizzate.

Tali disposizioni non si applicano quando le attività cartolarizzate consistono in esposizioni verso o garantiti incondizionatamente ed irrevocabilmente da: amministrazioni o banche centrali, enti del settore pubblico o enti territoriali di uno stato comunitario, intermediari vigilati, se le esposizioni verso tali soggetti sono assoggettate ad un fattore di ponderazione pari al 50% o inferiore in base alle regole del metodo standardizzato per il calcolo del rischio di credito, banche multilaterali di sviluppo.

La modalità di mantenimento scelta dal cedente non può essere modificata nell'arco dell'operazione e non è ammessa la combinazione tra le diverse modalità. Inoltre è previsto che la banca investitrice si doti di un adeguato assetto organizzativo volto ad assicurare un'adeguata analisi dell'impatto sugli equilibri economico-patrimoniali. Nella scelta di investimento la banca deve effettuare una vera e propria due diligence volta a monitorare i rischi connessi all'operazione di investimento. Dunque, in capo al cedente vige un obbligo di informativa circa l'interesse economico netto mantenuto nello stesso in relazione all'operazione di cartolarizzazione in questione e, tale obbligo

è speculare rispetto a quello della banca investitrice di compiere l'analisi di due diligence.

L'impatto delle nuove disposizioni sulle banche italiane dovrebbe essere piuttosto contenuto in quanto le banche italiane già mantengono nel loro portafoglio quote di cartolarizzazione superiore al 5% attraverso la sottoscrizione della tranche che sopporta la prima perdita.

L'analisi invece che deve essere condotta da parte dell'investitore deve riguardare diversi aspetti:

- l'accertamento del fatto che il Cedente mantenga effettivamente l'interesse economico netto e la disclosure informativa dell'originator nei confronti dell'investitore al fine di poter realizzare la due diligence;
- informazioni relative alle caratteristiche di rischio di ciascuna posizione verso la cartolarizzazione;
- l'andamento di precedenti operazioni di cartolarizzazione in cui sia coinvolto lo stesso Cedente;
- le informazioni rilevate dal cedente circa la sua relazione di due diligence relativa agli attivi cartolarizzati.

Il cedente ha invece il compito di comunicare all'investitore:

- le informazioni relative al mantenimento dell'interesse economico netto, specificando l'opzione scelta per il mantenimento;
- il rispetto dell'obbligo di mantenimento in via continuativa;
- tutte le informazioni necessarie a consentire agli investitori il rispetto degli obblighi di due diligence e monitoraggio;
- tutte le informazioni rilevanti per poter effettuare prove di stress.

Le informazioni devono essere rese note dal cedente al momento dell'avvio dell'operazione e successivamente in modo periodico. L'inadempimento da parte dell'investitore degli obblighi di due diligence e monitoraggio, può comportare l'applicazione all'investitore di un fattore di ponderazione non inferiore al 250% in

relazione al fattore applicato dalla banca alle posizioni detenute verso la cartolarizzazione. L'applicazione di un ulteriore fattore di ponderazione è prevista anche per il cedente in caso di inadempienza agli obblighi previsti.

Tali disposizioni si applicano alle:

- operazioni di cartolarizzazione realizzate a partire dal 1 gennaio 2011, ovvero, secondo le disposizioni di Banca d'Italia, se a tale data è stato predisposto il relativo schema contrattuale e sono state individuate e segregate le attività oggetto dell'operazione;
- operazioni realizzate prima del 1 gennaio 2011 se, a partire dal 31 dicembre 2014, alle medesime operazioni siano conferite nuove attività cartolarizzate o siano sostituite quelle esistenti.

2.3 La cartolarizzazione per il rifinanziamento delle banche

La crisi di liquidità generata dalle turbolenze finanziarie unitamente alla forte diffusione che la tecnica della cartolarizzazione ha avuto negli ultimi anni, ha portato all'ampliamento da parte della Banca Centrale Europea (BCE) della categoria dei titoli accettabili come garanzia in relazione ad operazioni di rifinanziamento per il settore bancario, in particolare sono stati ammessi come garanzia i titoli ABS derivanti da operazioni di securitization. Si è diffusa infatti la moda delle "auto-cartolarizzazioni" o anche dette "cartolarizzazioni auto-comprate", moda derivante proprio dalla recente crisi di liquidità di cui abbiamo trattato nel primo capitolo. Prima della crisi, le banche reperivano nuovi fondi sul mercato interbancario, ma il diffondersi di uno scenario di sfiducia e panico generalizzati ha portato le banche a congelare letteralmente il mercato interbancario, bloccando le transazioni di fondi a breve e brevissimo termine che lì avevano luogo. Infatti la richiesta simultanea di fondi aggiuntivi da parte di diversi istituti di credito ha comportato una riduzione dei fondi disponibili e un aumento del loro costo derivante dal forte incremento dei tassi di interesse, tra cui l'Euribor. Perciò per le banche europee, in una tale situazione, non è rimasta che l'ultima spiaggia rappresentata dalla BCE. Come ben sappiamo, obiettivo primario dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi con il sostegno alle politiche economiche degli Stati membri dell'Unione. Per raggiungere tali obiettivi, la BCE ha a disposizione lo strumento delle "operazioni di mercato", ovvero finanziamenti concessi dalla BCE alle controparti richiedenti contro presentazione di garanzie adeguate. Tra le operazioni di mercato aperto vi sono le cosiddette "operazioni di rifinanziamento principali"; operazioni temporanee, con frequenza regolare, i cui fondi sono stanziabili con presentazione di adeguate garanzie. Da ciò nasce l'idea delle "auto-cartolarizzazioni". Le banche cedono pool di assets del loro portafoglio ad un veicolo finanziario appositamente costituito per realizzare l'operazione, quest'ultimo per poter effettuare l'acquisto dei crediti oggetto di cessione emette sul mercato titoli obbligazionari che vengono acquistati da parte della stessa banca che ha ceduto il pool di assets,

successivamente quest'ultima utilizza questi titoli ABS come garanzia da presentare alla BCE per ottenere nuovi fondi. Dunque si può confermare quanto delineato già nel capitolo precedente, ovvero che l'obiettivo fondamentale delle banche oggi è relativo alla liquidità più che al concetto di patrimonio, si intende cioè ripristinare il corretto funzionamento del mercato interbancario in modo da donare ossigeno agli intermediari finanziari. Tale liquidità, concessa alle banche a condizioni vantaggiose da parte della banca centrale, dovrebbe servire a sua volta a dare un po' di ossigeno all'intero sistema economico, dunque anche all'economia reale, ma le banche mantengono la liquidità in cassa, innalzando le barriere per l'accesso al credito per famiglie ed imprese e generando dunque episodi di razionamento del credito. I titoli ABS sono diventati l'asset class più importante nella composizione del collaterale con un'incidenza passata dal 4% nel 2004 a 11% nel 2006, 18% nel 2007, 28% nel 2008, 23% nel 2009 e 24% nel 2010 e si è ridotto il volume dei titoli di stato.

Le operazioni di auto-cartolarizzazione per il rifinanziamento presso la BCE hanno interessato diverse banche, nella tabella successiva ne riportiamo alcune:

Data	Banca	Ammontare (in milioni di euro)
02/01/2009	Intesa Sanpaolo	13.050
29/12/2008	Carige	525
23/12/2008	Intesa Sanpaolo	1.330
18/12/2008	Intesa Sanpaolo	5.679
18/12/2008	Credito emiliano	920
17/12/2008	Banco popolare	995
04/12/2008	Popolare Alto Adige	295
28/11/2008	UBI	4.024
21/11/2008	Locat	2.596
20/11/2008	Popolare Vicenza	1.000
18/11/2008	CariCento	278
17/11/2008	Italease	485
13/11/2008	UniCredit	23.789

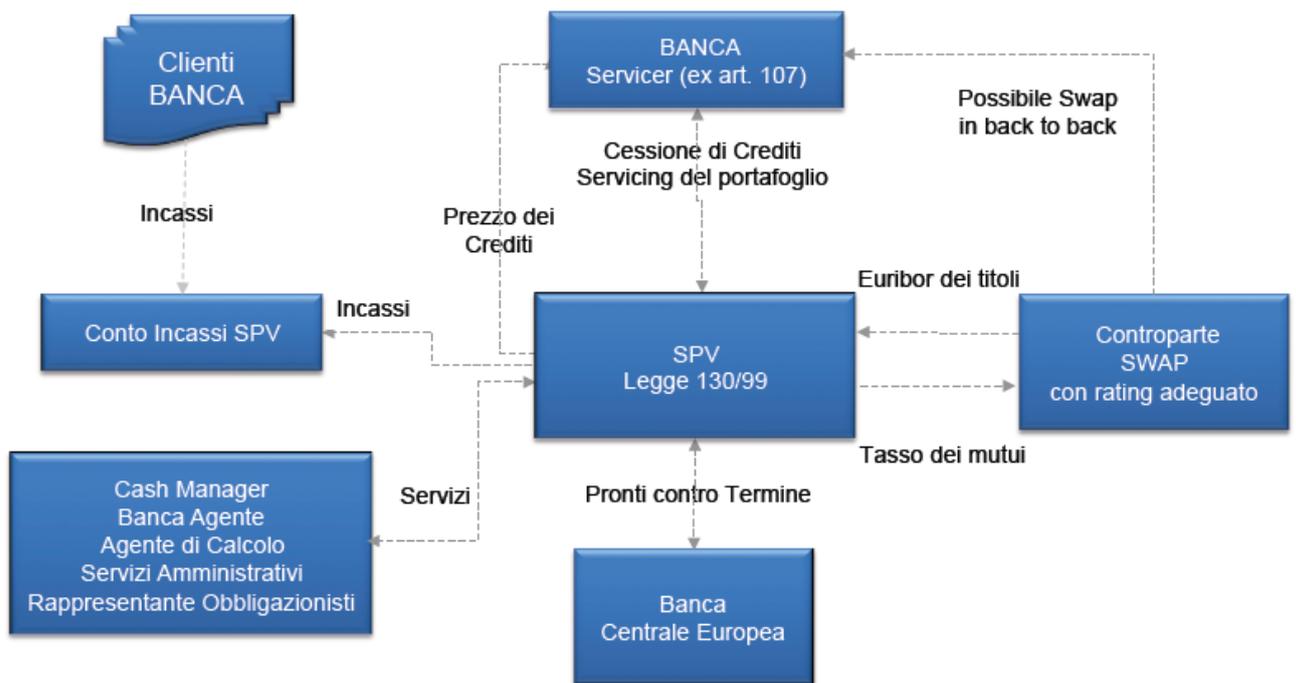
Fonte: securitization.it

Il caso di Intesa SanPaolo è emblematico, in quanto essa ha realizzato l'operazione di auto-cartolarizzazione non avendone effettivo bisogno, ma a fini prudenziali in modo

da avere bond a disposizione da poter fornire in garanzia alla BCE in caso di necessità derivante da una situazione in cui il mercato è bloccato.

Come detto, l'operazione relativa alla cartolarizzazione "auto-comprata" comprende un ulteriore soggetto rispetto alla normale applicazione di tale tecnica così come descritta al paragrafo 2.1, ovvero la Banca Centrale Europea, presso cui tali titoli ABS vengono presentati da parte della banca originator come collateral per operazioni di rifinanziamento.

Di seguito è riportato lo schema relativo a tali operazioni:



Fonte: Advisory and Finance S.A. (2011); "L'autocartolarizzazione"

2.4 I titoli ABS come garanzia; gli eligibility criterias

Le controparti della Banca Centrale Europea in operazioni di rifinanziamento devono soddisfare determinati criteri, definiti in modo da consentire l'accesso alle operazioni ad un numero piuttosto ampio di soggetti, garantendo uguale trattamento alle istituzioni dell'euro-area che soddisfano determinati requisiti minimi prudenziali e operativi:

- sono ammesse solo le istituzioni soggette al sistema dei livelli minimi di riserva previsti dall'Eurosistema, stabiliti dall'articolo 19.1 dello Statuto del SEBC (Sistema Europeo di Banche Centrali);
- le controparti devono avere una struttura finanziaria salda;
- le controparti devono soddisfare alcuni criteri operativi specifici previsti da accordi contrattuali o di regolamentazione finanziaria applicati dalle rispettive banche centrali nazionali.

Questi criteri sono uniformi per tutta la zona euro. Gli istituti soddisfacenti tali criteri possono accedere al sistema delle standing facilities e partecipare alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema.

L'articolo 18.1 dello Statuto del SEBC permette alla BCE e alle BCN (Banche Centrali Nazionali) di operare sui mercati finanziari comprando e vendendo attività sottostanti o attraverso contratti di tipo REPO (repurchase agreement) e richiede che tali operazioni presentino adeguate garanzie. Tali attività che svolgono il ruolo di collaterale in tali operazioni di rifinanziamento devono soddisfare determinati criteri comuni all'intera zona euro.

Gli ABS rientrano tra le attività negoziabili se soddisfano i seguenti requisiti:

- prevedono una remunerazione (coupon) qualificabile come zero coupon, cedola a tasso fisso o cedola a tasso variabile legata ad un tasso di interesse di riferimento o indicizzata al tasso d'inflazione;

- non sono subordinati ad altri titoli emessi nell'ambito della medesima operazione di cartolarizzazione;
- l'acquisto di tali attività deve essere regolato dalla legge di uno Stato membro dell'Unione Europea;
- devono essere ceduti dall'originator o da un intermediario allo Special Purpose Vehicle attraverso una "true sale" che sia opponibile ai terzi;
- siano trasferibili attraverso registrazioni contabili;
- siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato;
- siano emessi da un soggetto che ha la propria sede in uno stato dell'EEA (European Economic Area);
- siano denominati in euro;
- non deve trattarsi , in tutto o in parte, anche potenzialmente, di credit-linked notes o strumenti analoghi risultanti dal trasferimento del rischio di credito attraverso contratti derivati o tranches di altri ABS.

Dunque i titoli ABS che rispettano i requisiti sopra indicati possono essere utilizzati in operazioni di rifinanziamento presso la BCE. La forma più comune di operazione di finanziamento con la banca centrale prevede la stipulazione di contratti di acquisto a pronti con patto di vendita a termine (REPO). Dunque la BCE acquista a termine il complesso della classe senior di titoli ABS e il sottoscrittore originario di ABS si obbliga a riacquistarli ad un prezzo e ad una scadenza determinati. Così l'originator riesce a finanziarsi a spread molto più convenienti di quelli che vi sono attualmente sul mercato. La BCE non fornisce parere preventivo sugli ABS, perciò è nel momento in cui essi vengono offerti alla BCE che la stessa valuterà la rispondenza di tali titoli con gli eligibility criterias.

Capitolo 3

La cartolarizzazione e le banche italiane

In questo capitolo verrà analizzato il mercato delle cartolarizzazioni in Italia a partire dall'introduzione nel nostro ordinamento della legge sulla securitization, verranno trattati gli avvenimenti che hanno caratterizzato la crisi finanziaria con riferimento alle ripercussioni che essi hanno avuto sulle banche italiane e l'evoluzione della tecnica di cartolarizzazione del credito con l'obiettivo del rifinanziamento delle banche, nonché le diverse indagini statistiche condotte sul fenomeno.

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

3.1.1 La legge n.130 del 30 aprile 1999

La tecnica della cartolarizzazione del credito, come accennato nel precedente capitolo, si è affermata dapprima negli Stati Uniti a partire dagli anni '70, per poi successivamente diffondersi in Europa e infine in Italia con l'introduzione della legge n.130/99 che disciplina l'applicazione di tale tecnica nel nostro Paese. L'art. 1 della legge in questione ha voluto chiarire l'ambito di applicazione dell'operazione, stabilendo che la cartolarizzazione del credito deve essere realizzata mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti che futuri, individuabili in blocco nel caso in cui si tratti di una pluralità di crediti. Un aspetto di tale normativa, sicuramente da evidenziare è quello relativo all'ampiezza della portata della norma in questione che prevede che oggetto dell'operazione possano essere sia crediti esistenti che futuri, come già indicato dalla legge sul factoring, con la differenza che in tale ultimo caso sono da considerarsi crediti futuri quei crediti che sorgeranno da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a ventiquattro mesi. In particolare, secondo parte della dottrina, per crediti futuri sono da intendersi: crediti maturati e non fatturati, crediti derivanti da contratti già conclusi per servizi non ancora prestati, crediti futuri derivanti dai contratti che l'originator prevede di concludere.

Lo schema più utilizzato per la realizzazione di operazioni di securitization a livello internazionale e nazionale è quello detto del “pay-through”, analizzato in modo dettagliato nel capitolo 2, il quale si attua con la cessione dei crediti ad una società costituita ad hoc (SPV) che per effettuare l’acquisto delle attività oggetto dell’operazione emette titoli negoziabili sul mercato dei capitali. L’articolo 3 della legge n.130/99 prevede infatti che la società cessionaria (SPV) venga costituita ad hoc per la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione, attraverso tale disposizione si attua una forte limitazione o meglio esclusività dell’oggetto sociale della società in questione, limitato all’esecuzione di tali operazioni. La norma rappresenta una forma di tutela per il pubblico degli investitori, il quale resta unicamente esposto al rischio derivante dalla possibilità di insolvenza dei debitori ceduti. Inoltre, tale disposizione realizza anche un altro fine; quello della separazione dei patrimoni dell’originator e dello SPV, in modo che le vicissitudini che possono colpire le vicende di uno non vadano a pregiudicare la situazione dell’altro soggetto e quindi anche la situazione degli investitori in titoli ABS.

Per quanto riguarda la società veicolo, appare difficile rinvenire nell’attività da essa svolta i caratteri dell’attività d’impresa come indicati all’articolo 2082 del codice civile (c.c.), in quanto in base a tale norma codicistica, il carattere di attività d’impresa si può attribuire allo svolgimento di un’attività economica e professionale. In relazione al primo aspetto, quello dell’attività economica intesa come attività lucrativa si ritiene realizzata in quella che è l’attività svolta dalla società veicolo, mentre per quanto riguarda l’aspetto relativo all’attività professionale si ritiene che esso non sussista in quanto l’attività dello SPV si esaurisce nell’atto del trasferimento dei crediti. Il veicolo finanziario può essere costituito in forma di spa, srl o nella forma della società in accomandita per azioni, con l’apporto di un capitale sociale pari almeno al minimo previsto dalla tipologia societaria prescelta. Una volta avvenuta la cessione del pool di assets al veicolo, quest’ultimo effettua l’emissione dei titoli ABS negoziabili sul mercato. Proprio in relazione a tale passaggio si registrano numerosi problemi normativi per il nostro ordinamento, in particolare in relazione alla natura obbligazionaria di tali strumenti. L’articolo 2410 c.c. afferma che il valore delle

obbligazioni emesse non può essere superiore al capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato. Si fa riferimento all'orientamento del nostro legislatore che, in caso di raccolta del risparmio attraverso emissione di strumenti finanziari, prevede che non si eccedano certi limiti prefissati, riferiti al patrimonio del soggetto emittente, ma la caratteristica propria di una qualsiasi operazione di cartolarizzazione è proprio la competitività economica che non potrebbe realizzarsi se la costituzione dello SPV fosse soggetta a tali limiti di capitalizzazione. In relazione alla normativa generale, il veicolo finanziario che emette obbligazioni avrebbe dovuto immobilizzare un capitale di pari importo, rendendo tali operazioni difficili da realizzare in quanto solitamente esse hanno ad oggetto importi rilevanti di crediti ed inoltre, le operazioni di cartolarizzazione rappresentano un'importante innovazione finanziaria messa in atto con il fine principale del reperimento di liquidità, per cui una tale normativa risulterebbe obsoleta e incoerente con la diffusione di tale tecnica finanziaria. Perciò è innanzitutto da citare l'articolo 5 comma 2 della legge che nega l'applicazione del divieto di raccolta del risparmio previsto all'articolo 11 comma 2 del TUB, dei limiti quantitativi previsti dalla normativa vigente e delle disposizioni di cui all'articolo 2410 c.c..

Il passo successivo è quello relativo all'emissione dei titoli ABS e al loro collocamento. Tali titoli sono identificati come strumenti finanziari e perciò ad essi si applicano le disposizioni del d.lgs. 24 febbraio 1998 n.58 (Testo Unico della Finanza, TUF). La società emittente i titoli dovrà redigere il prospetto informativo recante le informazioni relative agli strumenti emessi per consentire una corretta valutazione da parte del pubblico degli investitori. Occorre poi distinguere tra i destinatari dell'offerta, se si tratta di investitori professionali o meno. Nel primo caso il prospetto informativo deve recare il contenuto minimo informativo previsto all'articolo 2 comma 3 del TUF, mentre nel secondo caso (offerta rivolta al pubblico) l'operazione dovrà essere sottoposta alla valutazione del merito creditizio da parte di soggetti terzi quali le agenzie di rating.

Per quanto riguarda la natura dei titoli emessi, il fatto che la società veicolo non ne risponda con il proprio patrimonio ma con il flusso riveniente dai crediti sottostanti l'operazione, rende difficile anche la determinazione della natura dei titoli ABS. Essi si farebbero risalire alla categoria dei titoli atipici, in particolare alla categoria "altri titoli"; secondo la dottrina in materia, essi non sono riconducibili ai titoli obbligazionari in quanto non rappresentano un prestito emesso dalla società emittente che ne risponde con il proprio patrimonio nei confronti degli investitori. Questi titoli non possono essere nemmeno indicati nella categoria delle azioni perché non rappresentano alcuna partecipazione al capitale della società emittente e non conferiscono alcun diritto né di natura patrimoniale né amministrativa come quelli riconosciuti ai possessori di azioni. La qualificazione dei titoli ABS si avvicina maggiormente a quella dei contratti di derivati di credito ed in particolare ai credit link notes, caratterizzati dal condizionare il pagamento del capitale e degli interessi al pagamento di capitale ed interessi di un titolo emesso da un terzo.

Un terzo soggetto il cui ruolo è fondamentale per il collocamento dei titoli emessi è rappresentato dalle agenzie di rating; ad esse è attribuito il compito di effettuare la valutazione del merito creditizio di tali valori mobiliari. Il legislatore italiano della legge n.130/99 non prevede come obbligatorio l'intervento delle agenzie di rating quando l'operazione finanziaria non è rivolta al mercato, mentre il loro coinvolgimento è normalmente previsto nel caso contrario. Connesso al ruolo svolto dalle agenzie di notazione è quello svolto dal cosiddetto credit enhancer previsto dalla legge italiana sulla cartolarizzazione del credito e di cui abbiamo trattato in modo più dettagliato nel capitolo precedente.

3.1.2 La cartolarizzazione in Italia prima del 2007

Sia a livello internazionale che nazionale, il motivo principale per cui si realizza un'operazione di cartolarizzazione è il reperimento di liquidità a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle rinvenibili sul mercato dei capitali e sul mercato interbancario, altri obiettivi sono relativi all'aspetto economico-patrimoniale, in quanto con la realizzazione di una tale operazione che permette il trasferimento del rischio al mercato si consente alla banca di detenere un ammontare inferiore di capitale come requisito indicato dalle disposizioni della regolamentazione internazionale di Basilea, ed inoltre altro obiettivo è quello relativo ad un aumento delle potenzialità commerciali della banca in quanto la maggiore liquidità riveniente dall'applicazione di tale tecnica permette alla banca di utilizzare i fondi addizionali per nuove opportunità di investimento.

Il Nostro Paese è stato uno tra i maggiori paesi per numero di operazioni di cartolarizzazione del credito realizzate e le banche sono state tra i maggiori originator. Nei primi anni successivi all'introduzione della legge n.130/99 sono stati cartolarizzati soprattutto crediti non performing e attivi presenti nel portafoglio di soggetti pubblici, a partire dal 2003 è significativa la quota relativa ai contratti di leasing e quella relativa ai mutui che nel tempo diventerà l'asset class più importante.

Di particolare rilevanza è uno studio condotto da Agostino M., Mazzuca M. e Trivieri F. dal titolo "Cartolarizzazioni e competizione nel settore bancario italiano. Un'analisi empirica.". Obiettivo del lavoro è legato alla valutazione di un incremento di competitività per le banche che cartolarizzano rispetto a quelle che invece non cartolarizzano, in quanto gli obiettivi della cartolarizzazione sono diversi (maggiore liquidità, benefici economico-patrimoniali e benefici in termini di potenzialità commerciali), tali benefici possono comportare un aumento di competitività per le banche facenti uso della tecnica di securitization. Il campione utilizzato dallo studio comprende tutte le banche s.p.a. e Popolari attive in Italia tra il 2000 e il 2006. I dati di

bilancio sono stati tratti da Bankscope, mentre le informazioni sulle cartolarizzazioni provengono da Talete Creative Finance, un database con tutte le operazioni di securitization realizzate in Italia dal 1999 ad oggi. L'operazione di cartolarizzazione potrebbe essere vista come una scomposizione dell'attività di lending in: origination, servicing, guaranteeing e funding in modo che le banche possano specializzarsi in tutte o alcune di tali attività per fare solo quello che gli riesce meglio a costi più contenuti e quindi acquisendo un maggiore vantaggio competitivo. Lo studio in questione è svolto valutando l'esistenza o meno di una relazione tra attività di cartolarizzazione e livello di competizione delle banche italiane, l'ipotesi centrale dello studio è che le aziende di credito possano accrescere la loro competitività attraverso i diversi obiettivi raggiungibili con le operazioni di cartolarizzazione. L'analisi è svolta confrontando il grado di competizione di diversi gruppi bancari identificati in base a due criteri: se e quando le aziende di credito hanno realizzato operazioni di securitization. Si tratta di uno studio econometrico, in cui la misura del grado di competizione è data dalla statistica H sviluppata da Panzar e Rosse (1987). L'ipotesi alla base del modello è che la liquidità riveniente da operazioni di cartolarizzazione possa essere utilizzata dalle banche per aumentare la loro liquidità e tale ipotesi è stata sottoposta a verifica empirica utilizzando dati riferiti al periodo 2000-2006 e confrontando diversi gruppi bancari. Tralasciando i particolari dello studio econometrico l'ipotesi alla base del lavoro è supportata.

Una recente ricerca della Banca d'Italia è stata condotta con l'obiettivo di analizzare il mercato italiano dei mutui e ha dimostrato che, diversamente dal caso statunitense, il processo di cartolarizzazione nel nostro Paese non ha comportato una riduzione della qualità dei prestiti bancari, al contrario, i mutui cartolarizzati hanno presentato in media una minore percentuale di insolvenza. Lo studio di cui trattasi ha analizzato il mercato italiano dei mutui "prime", utilizzando come campione d'analisi i mutui residenziali, in quanto in Italia si può affermare che il mercato dei mutui "subprime" non esiste. L'analisi si è basata sia sulle caratteristiche dei mutui che sulle politiche delle banche in tema di erogazione del credito, ma anche sulle caratteristiche proprie delle operazioni di securitization, ovvero sulla struttura di seniority tra le tranches

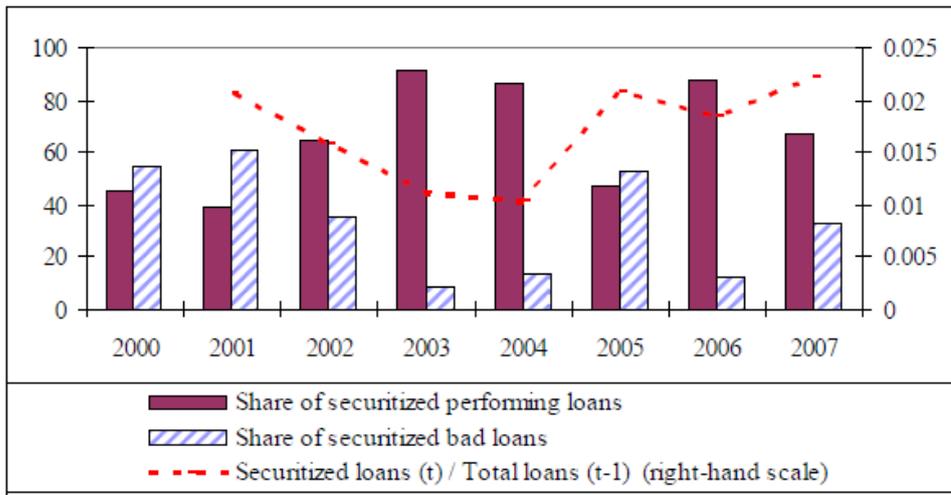
emesse e la percentuale di rischio trattenuta dalla banca-originator (tipicamente la banca trattiene la fascia cosiddetta equity dell'emissione). La ricerca ha mostrato che i mutui cartolarizzati dalle banche italiane sono caratterizzati da minore opacità rispetto a quelli oggetto della medesima operazione in altri paesi. Le ragioni per cui in Italia si ottiene tale risultato, secondo gli autori sono:

- Le banche che utilizzano la tecnica della cartolarizzazione hanno interesse affinché le operazioni abbiano successo per evitare costi a livello reputazionale, in modo da assicurarsi una nuova fonte di finanziamento rappresentata appunto dall'utilizzo della tecnica in questione;
- La regolamentazione in materia prevista dalla normativa italiana prevede un elevato livello di trasparenza nei confronti del pubblico degli investitori finali.

Quindi si evince come il mercato italiano delle cartolarizzazioni sia efficiente e, da ciò il titolo dello studio in questione: "La cartolarizzazione non è così male dopo tutto".

Di seguito sono riportati due grafici, il primo di figura 3.1 illustra la situazione del mercato delle cartolarizzazioni per le banche italiane dei prestiti cartolarizzati se di tipo performing o non performing, il secondo di figura 3.2 illustra un altro aspetto relativo a tale mercato, ovvero quello relativo alle controparti delle banche in relazione ai prestiti cartolarizzati.

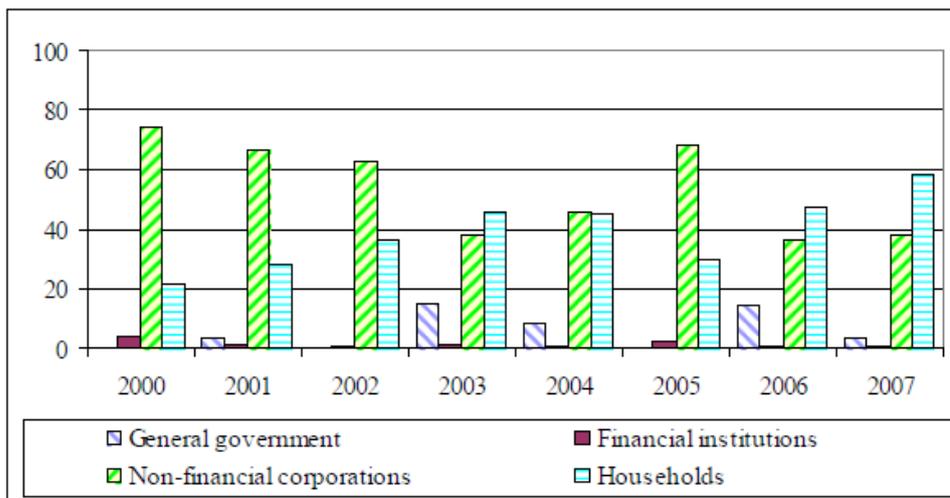
Figura 3.1 Bank loan securitization in Italia: prestiti performing e non performing



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

La figura sopra riportata presenta il mercato italiano della cartolarizzazione del credito. Sull'asse delle ascisse sono riportati gli anni a partire dal 2000 e fino al 2007. Anche in Italia si conferma il trend statunitense che ha visto un forte incremento di tali operazioni soprattutto tra il 2002 e il 2006. Come si può notare è quasi del tutto predominante nel nostro Paese la cartolarizzazione di prestiti di tipo performing, rispetto alla cartolarizzazione di bad loans. La linea tratteggiata indica invece un incremento del rapporto prestiti cartolarizzati/prestiti totali fino a raggiungere un livello molto elevato nel 2007.

Figura 3.2 Bank loan securitization In Italia: le controparti



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

La figura 3.2 illustra attraverso una rappresentazione grafica quali sono le diverse controparti relative ai prestiti cartolarizzati in Italia tra il 2000 e il 2007. Per lo più si tratta di soggetti non finanziari, potremmo dunque pensare alle imprese non finanziarie rappresentate in verde, le famiglie in celeste, i governi in blu e infine le istituzioni finanziarie in marrone.

3.2 L'intermediazione in Italia

La crisi finanziaria di cui ampiamente si è discusso in precedenza non si è originata nel nostro Paese, ma è stata qui importata a seguito della crescente internazionalizzazione dei mercati e dell'economia. L'intreccio pericoloso tra espansione del credito e lievitazione delle attività immobiliari che ha dato origine alle turbolenze finanziarie si è originato nel sistema statunitense. Le banche italiane, perciò, risentono fortemente degli effetti della crisi e della conseguente recessione economica. Uno degli importanti motivi per cui la crisi finanziaria non ha comportato i più gravi effetti cui abbiamo assistito in altri paesi è frutto della cultura economico-finanziaria italiana e del sistema di intermediazione italiano caratterizzato da mercati poco sviluppati e da una prevalenza del ruolo degli intermediari.

Il mercato finanziario può essere definito come un canale di collegamento tra le unità in deficit (tipicamente le imprese) e le unità in surplus (tipicamente le famiglie), obiettivo di questo collegamento è l'allocazione efficiente delle risorse all'interno del sistema economico tra le diverse unità. Il trasferimento del risparmio avviene attraverso l'emissione e la cessione di strumenti finanziari da parte dei prenditori di fondi (unità in deficit) in cambio di moneta da parte dei datori di fondi (unità in surplus)¹⁶. Tale trasferimento può avvenire in due diversi modi a seconda che il sistema finanziario sia di tipo market oriented o di tipo banco-centrico. Nel primo caso, detto anche di "finanza diretta", il trasferimento del risparmio avviene tramite la sottoscrizione diretta da parte degli investitori di valori mobiliari emessi dalle imprese o dalla pubblica amministrazione. Nel secondo caso, il collegamento fra le diverse unità avviene in via indiretta; gli intermediari finanziari ricoprono un ruolo fondamentale nel processo di allocazione delle risorse, in quanto si pongono come controparte sia del soggetto emittente che del soggetto investitore. Il presupposto fondamentale per il buon funzionamento del sistema di tipo market oriented è ovviamente rappresentato dalla necessaria concordanza fra gli interessi dei soggetti

¹⁶ Di Giorgio G. (2007), "Lezioni di economia monetaria", Cedam

risparmiatori e quelli degli emittenti. Il mercato è elemento essenziale in tale sistema e le banche svolgono il ruolo importante di sostegno alle imprese. Il circuito indiretto, invece, è caratterizzato da un certo livello di separatezza tra i risparmiatori e le società emittenti. Nel sistema banco-centrico è necessaria la presenza degli intermediari finanziari per consentire l'incontro tra domanda ed offerta di fondi e quindi l'incontro tra le diverse aspettative e finalità perseguite dalle unità del mercato. Il sistema di finanza diretta si è affermato soprattutto nei paesi anglosassoni per la presenza di due principali fattori che ne hanno permesso lo sviluppo:

- Graduale processo di industrializzazione che ha consentito alle imprese di adottare soluzioni migliori in termini di politica finanziaria cercando di equilibrare il rapporto tra il capitale di debito e il capitale proprio o di rischio;
- Progressiva accumulazione di risparmio da parte degli investitori a medio-lungo termine.

Il sistema di tipo banco-centrico si è invece affermato nei paesi dell'Europa continentale, in cui il potenziamento del sistema economico non è stato graduale, ma rapido e, tale rapidità non ha permesso che il finanziamento delle attività produttive avvenisse unicamente con il ricorso al mercato finanziario.

Nel tempo diversi studi hanno evidenziato vantaggi e svantaggi dei due modelli di finanza; quello incentrato sugli intermediari e quello caratterizzato dalla prevalenza dei mercati. "Il primo è più efficace quando mercati e imprese hanno dimensioni più contenute, quando la protezione legale è più debole, c'è minore trasparenza e l'innovazione ha carattere incrementale, mentre la finanza indiretta produce risultati migliori quando mercati e imprese hanno dimensioni maggiori, le imprese sono più strutturate dal punto di vista organizzativo, più elevate sono tutela legale e trasparenza e quando l'innovazione tende ad avere carattere strutturale"¹⁷. Date le caratteristiche del quadro istituzionale ed economico del nostro Paese, possiamo affermare che il sistema italiano si identifica nel primo modello, mentre il sistema di

¹⁷ Mieli S. (2010), « Banca, rischio, vigilanza: riflessioni alla luce della crisi », Intervento presso Università di Macerata Fondazione "Angelo Colocci"

tipo market oriented si può rinvenire in Italia solo in riferimento a pochi gruppi di maggiori dimensioni.

Inoltre la crescente internazionalizzazione del sistema bancario-finanziario con i numerosi processi di aggregazioni bancarie che hanno avuto luogo negli ultimi venti anni hanno avuto effetti positivi, come per esempio l'ampliamento della gamma di servizi offerti alle imprese anche di piccola dimensione, ma ne sono derivati anche effetti negativi nel rapporto tra banca e impresa con lo sviluppo di prodotti standardizzati, rendendo più distaccata la relazione con le imprese. Queste innovazioni hanno contribuito ad aumentare la concorrenza tra le banche sui mercati finanziari e del credito, comportando un'evoluzione nel rapporto con le imprese. La banca è depositaria di informazioni private che ottiene dalle relazioni che intrattiene con le unità produttive, esistono vantaggi derivanti dalla costruzione di tale rapporto ed è in tale contesto che si inserisce il dibattito tra il sistema di tipo relationship lending e quello detto di transaction banking.

Il primo si fonda su quelli che sono gli effetti positivi derivanti per la banca dall'investimento in soft information e dunque dalla realizzazione di rapporti stabili e duraturi nel tempo tra banche e imprese. Tale sistema si basa sull'interazione costante nel tempo tra istituti di credito e mondo delle imprese, così da sfruttare i vantaggi per entrambe le parti che possono derivare da relazioni stabili, vantaggi di tipo informativo basati su reciproca fiducia. Tale situazione permetterebbe alle imprese, data la crescente trasparenza informativa, di ottenere maggior credito e a condizioni migliori, con riduzione del costo del capitale, per le banche i vantaggi deriverebbero da una riduzione delle asimmetrie informative.

Il secondo sistema, il transaction banking, non comporta investimento in informazione privata e si basa sulla creazione e la vendita di prodotti standardizzati rendendo più distaccata la relazione tra banche e imprese. Nel tempo si è osservato che il sistema di tipo relationship lending presenta maggiori vantaggi dell'altro sistema, in quanto permette alla banca di creare un vero rapporto con il sistema delle unità produttive.

Date le caratteristiche del sistema italiano, analizzate in precedenza, il sistema più adatto al nostro Paese è sicuramente quello della finanza di relazione.

Alcuni studi ed analisi condotte da ricercatori della Banca d'Italia hanno dimostrato che le imprese che intrattengono rapporti creditizi con un numero più elevato di banche hanno subito in media una maggiore contrazione del credito durante la crisi finanziaria. Ciò conferma che un sistema basato su un rapporto stabile e duraturo tra sistema creditizio e mondo produttivo comporta vantaggi sia per le banche che per l'imprenditoria in generale.

Date le caratteristiche descritte relative al sistema italiano, si può affermare che il modello di intermediazione di tipo OTD (originate to distribute) non ha trovato applicazione nel Nostro Paese.

3.3 La crisi finanziaria del 2007 per le banche italiane

Il sistema bancario italiano ha risentito delle turbolenze finanziarie internazionali, ma in modo meno intenso rispetto ad altri paesi. Da analisi condotte dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) si evidenziano i motivi di tale risultato:

- Modello di intermediazione basato su strette relazioni con la clientela (sistema di tipo relationship lending);
- Adeguato sistema di protezione dei depositi;
- Vasta rete di sportelli per le banche italiane sul territorio nazionale;
- Scarsa presenza nei bilanci delle banche italiane degli strumenti finanziari maggiormente esposti alla crisi finanziaria internazionale;
- Presenza di norme severe e di una vigilanza prudenziale; nel 2007, all'emergere dei primi segni di squilibrio finanziario, era stato richiesto alle banche di fornire una propria autonoma valutazione circa la presenza in bilancio di prodotti finanziari legati alla crisi e circa l'idoneità dei presidi di controllo relativi all'operatività degli istituti creditizi in strumenti derivati.

Si chiedeva inoltre agli intermediari del nostro Paese di rilevare i rischi relativi a tutti i titoli ABS e CDO detenuti in portafoglio. È stata presto attivata anche una procedura di monitoraggio su base settimanale della liquidità dei principali gruppi bancari, i controlli interni sono stati intensificati in modo da riuscire a precedere e dunque smorzare gli effetti della seconda fase della crisi.

Diverse sono anche le misure introdotte ricorrendo allo strumento della decretazione d'urgenza per poi essere convertite in legge n.190 del 4 dicembre 2008 e legge n.2 del 28 gennaio 2009.

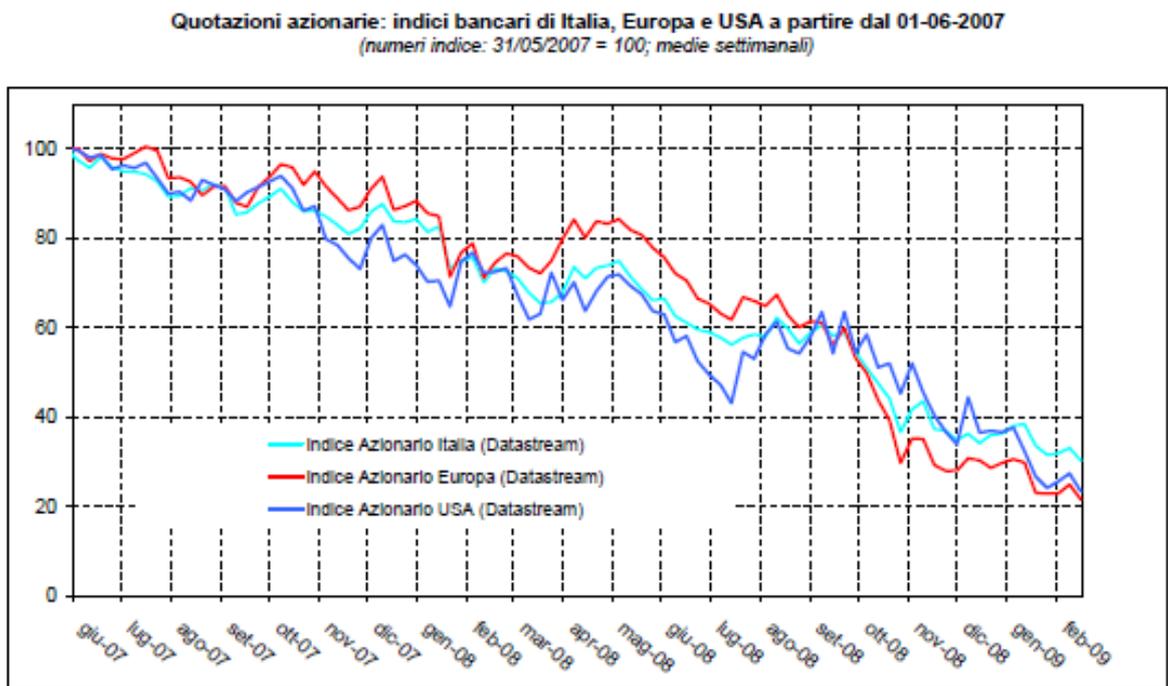
Attraverso le misure contenute nella legge n.190, il Ministro dell'economia e delle finanze è stato autorizzato a concedere la garanzia statale sui depositi bancari al

dettaglio, in modo da rafforzare il sistema dell'assicurazione privata sui depositi già esistente.

La seconda tranche di misure, contenute nella legge n.2, è rivolta a banche sane ed è volta ad evitare che si verifichino fenomeni di credit crunch. La norma infatti autorizza il ministro dell'economia e delle finanze a sottoscrivere passività bancarie computabili nel patrimonio di tipo Core Tier 1. L'insieme di tali misure è volto ad evitare un ulteriore aggravio della situazione congiunturale già critica.

La figura di seguito riportata, mostra graficamente l'andamento delle quotazioni azionarie degli indici bancari di Italia, Europa e USA dal 01-06-2007 al febbraio 2009.

Figura 3.1



Fonte: Mieli S. (2009), "La crisi finanziaria internazionale e le banche italiane", intervento presso Convegno Scuola di Polizia Tributaria della Guardia di Finanza "Mercati finanziari: profili civilistici, contabili e fiscali"

Per quanto riguarda la figura precedente, sull'asse delle ascisse sono riportate le date con cadenza mensile a partire da giugno 2007 e fino a febbraio 2009. Come si evince

dal grafico tutti e tre gli indici azionari (italiano, europeo e statunitense) seguono lo stesso andamento, un andamento fortemente decrescente a partire da un livello piuttosto elevato di giugno 2007.

3.4 La cartolarizzazione post-crisi per il rifinanziamento delle banche

Tra la metà del 2007 e la fine del terzo trimestre del 2010 i default sui titoli ABS sono stati pari a 16 miliardi di euro su 1868 miliardi in circolazione. Una percentuale dello 0,86%, piuttosto alta se messa a confronto con quella registrata nel 2004-2007 dello 0,01%, ma in ogni caso relativamente bassa se messa a confronto con la percentuale statunitense ammontante a 6,96%. Inoltre bisogna specificare che insolvenza non significa automaticamente perdita del capitale o degli interessi, in quanto il default ai fini dell'indagine condotta da S&P scatta con l'inadempienza del puntuale e integrale pagamento, quindi con ciò si intende anche il solo ritardo di rimborso di capitale o pagamento degli interessi. Riguardo a quanto evidenziato in precedenza, fa maggiore chiarezza il rapporto del novembre 2010 pubblicato dalla nota agenzia di rating Standard and Poor's circa lo stato delle securitization europee. In Europa e in Italia gran parte delle cartolarizzazioni hanno ad oggetto mutui residenziali ipotecari per un valore di circa 756 miliardi e, si è evidenziato che dall'inizio della crisi al 30 settembre 2010 hanno subito default con una percentuale dello 0,06% su tutti i titoli oggetto di cartolarizzazione. I titoli maggiormente esposti ad insolvenza sono stati i titoli CDO e, sempre dal rapporto di S&P si evince che il 40% delle cartolarizzazioni in circolazione a metà 2007 è stato finora rimborsato o ripagato e ciò è sicuramente dovuto alla struttura delle operazioni di securitization che prevedono la suddivisione in tranches dei titoli emessi, nonché la costituzione di cuscinetti di sicurezza volti a proteggere e tutelare il pubblico degli investitori.

Se, come si evince da studi e statistiche, il tasso di insolvenza in Europa e in Italia non è stato così drammatico come in altri paesi, perché anche in Italia sono crollate le quotazioni relative a tali titoli strutturati?

La risposta è semplice: il crollo delle quotazioni è dovuto al panico da subprime e perciò i prezzi sono calati rapidamente a partire dal 2007.

Inoltre, stando alle statistiche relative al mercato italiano i dati appaiono favorevoli; dal primo luglio 2007 al 30 giugno 2010 dei titoli ABS emessi in Italia con notazione “AAA”, per un totale di 131 miliardi di euro, il 99,98% ha mantenuto il massimo rating mentre lo 0,28% è stato declassato a “AA” e lo 0,04% a “BBB”, per 4,7 miliardi in totale, l’85,37% ha mantenuto il rating mentre il 9,74% è sceso a “BB”.

Data la recente crisi finanziaria e la sua forte correlazione con il fenomeno della cartolarizzazione del credito, la BCE ha emesso un nuovo regolamento circa gli obblighi informativi e statistici delle società veicolo. In particolare la Banca d’Italia svolge i compiti di:

- Raccolta e verifica delle informazioni statistiche al fine di fornire alla BCE un quadro statistico dell’attività delle società veicolo;
- Mantenimento dell’elenco delle società veicolo necessario per la redazione e l’aggiornamento dell’elenco delle società veicolo a fini statistici tenuto dalla BCE.

Le società veicolo forniscono alla Banca d’Italia dati di bilancio, dati di stock e di flusso relativi alle operazioni di cartolarizzazione e dati sulle cancellazioni totali/parziali delle attività cartolarizzate.

4.2 Le statistiche e il fenomeno della cartolarizzazione

Le statistiche relative all'utilizzo della tecnica di securitization appaiono piuttosto limitate e ciò è emerso soprattutto con la crisi finanziaria del 2007. Per evitare tali lacune, sono state introdotte statistiche sulle cartolarizzazioni e le altre cessioni di crediti delle istituzioni finanziarie al fine di migliorare le informazioni a disposizione finora presenti.

Le statistiche relative al fenomeno hanno una grande importanza dato che le operazioni di cartolarizzazione hanno completamente modificato la struttura dei bilanci bancari, influenzando sugli andamenti del credito e della moneta. Fino all'inizio della crisi finanziaria del 2007, i prestiti cartolarizzati venivano per lo più venduti sul mercato o collocati privatamente presso il pubblico degli investitori. Attualmente, invece, i titoli ABS oggetto delle operazioni vengono trattenuti dalle istituzioni finanziarie al fine di usarli come collaterale per operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Le nuove statistiche, cui abbiamo accennato già in precedenza, hanno appunto il fine di rispondere alla richiesta di maggiore trasparenza presente nel sistema. I flussi netti dei prestiti dei bilanci delle istituzioni creditizie dovuti alle cartolarizzazioni o ad altre cessioni di crediti sono identificati separatamente per ciascun settore di controparte e sono anche disaggregati a seconda che siano cancellati o meno dai loro rispettivi bilanci. Per quanto riguarda i prestiti mantenuti in bilancio sono disponibili anche informazioni sulle consistenze che permettono di seguire in maniera più accurata gli andamenti delle operazioni di cartolarizzazione delle istituzioni finanziarie.

La tavola di seguito riportata indica le nuove statistiche mensili e trimestrali sulle cartolarizzazioni e sulle altre cessioni di crediti pubblicate dalla BCE.

Tavola 3.1 Nuove statistiche sui prestiti delle IFM cartolarizzati o altrimenti ceduti

(flussi per i prestiti cancellati dal bilancio, flussi e consistenze per i prestiti non cancellati dal bilancio)			
	Settore debitore	Scomposizioni ulteriori	Frequenza
Area dell'euro	Società non finanziarie	Totale	M
		Durata fino a 1 anno	T
		Oltre 1 anno e fino a 5	T
		Oltre 5 anni	T
	Famiglie	Totale	M
		Credito al consumo	T
		Prestiti per l'acquisto di un'abitazione	T
		Altri prestiti	T
	Amministrazioni pubbliche	Totale	M
	Altri intermediari finanziari	Totale	M
	Società di assicurazione e fondi pensione	Totale	M
	Resto del mondo	Totale	M

Fonte: BCE Bollettino mensile (Agosto 2011), "Assicurare l'adeguatezza delle statistiche monetarie e finanziarie della BCE"

La tabella 3.1 riporta l'analisi del mercato delle cartolarizzazioni in Europa dividendo in base al settore di appartenenza del debitore, se si tratta di società non finanziarie, famiglie, amministrazioni pubbliche, altri intermediari finanziari e società di assicurazione e fondi pensione. Nel caso delle società non finanziarie la scomposizione ulteriore concerne la durata dei prestiti, mentre in relazione alle famiglie si attua la scomposizione in: credito al consumo, prestiti per l'acquisto di un'abitazione e altri prestiti, inoltre è anche riportata la frequenza di analisi (M se mensile e T se trimestrale).

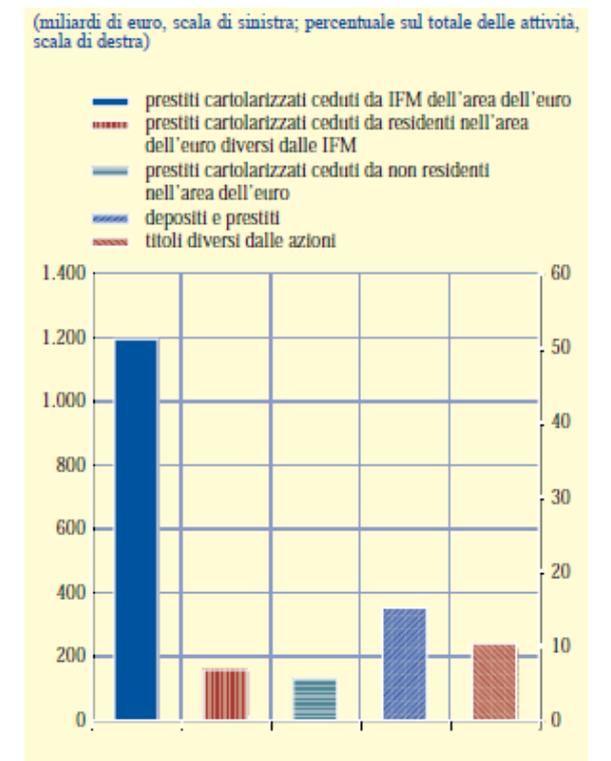
Le cartolarizzazioni possono anche tradursi in un aumento dei depositi delle società veicolo presso le istituzioni creditizie. Ciò innanzitutto si verifica nel caso delle cartolarizzazioni cosiddette sintetiche, nelle quali il trasferimento del rischio avviene tramite derivati creditizi. La società veicolo può depositare le garanzie presso il soggetto originator. Inoltre quando il prestito oggetto di cartolarizzazione non viene cancellato dal bilancio dell'originator, si registra un aumento corrispondente dei depositi dello SPV presso la banca.

Soggetti fondamentali alla realizzazione di un'operazione di securitization sono sicuramente le società veicolo che vengono appositamente costituite. La BCE ha introdotto nuove statistiche trimestrali sulle società veicolo residenti nell'area dell'euro, che vengono pubblicate cinque settimane dopo la fine del trimestre di riferimento e che permettono di analizzare sia le passività che le attività e le transazioni di questi soggetti. Nel primo trimestre del 2010, il totale delle attività aggregate delle società veicolo è stato pari a 2300 miliardi di euro, il 4% delle attività totali del settore finanziario e il 10% di quelle relative agli intermediari finanziari non bancari e, i titoli obbligazionari emessi a fronte di tali operazioni sono stati pari a 900 miliardi di euro. Nel primo trimestre del 2011 l'ammontare totale di prestiti cartolarizzati detenuti dalle società veicolo dell'area-euro era pari a 1500 miliardi di euro, di cui 1200 miliardi erano stati originati da istituzioni finanziarie dell'area. I prestiti in questione sono riferibili per due terzi alle famiglie dell'area-euro, per un quinto alle società non finanziarie dell'area e per quasi un decimo a soggetti non residenti.

In relazione ai titoli ABS, si è registrato un rimborso netto per 81 miliardi di euro nel primo trimestre del 2011 e per 159 miliardi dall'inizio del 2010 e nello stesso periodo l'ammontare di cartolarizzazioni è stato consistente a causa dei trasferimenti di prestiti tra SPV e IFM e per la liquidazione di auto-cartolarizzazioni.

La figura 3.4 riporta quelle che sono da ritenersi le attività principali nei bilanci delle SPV .

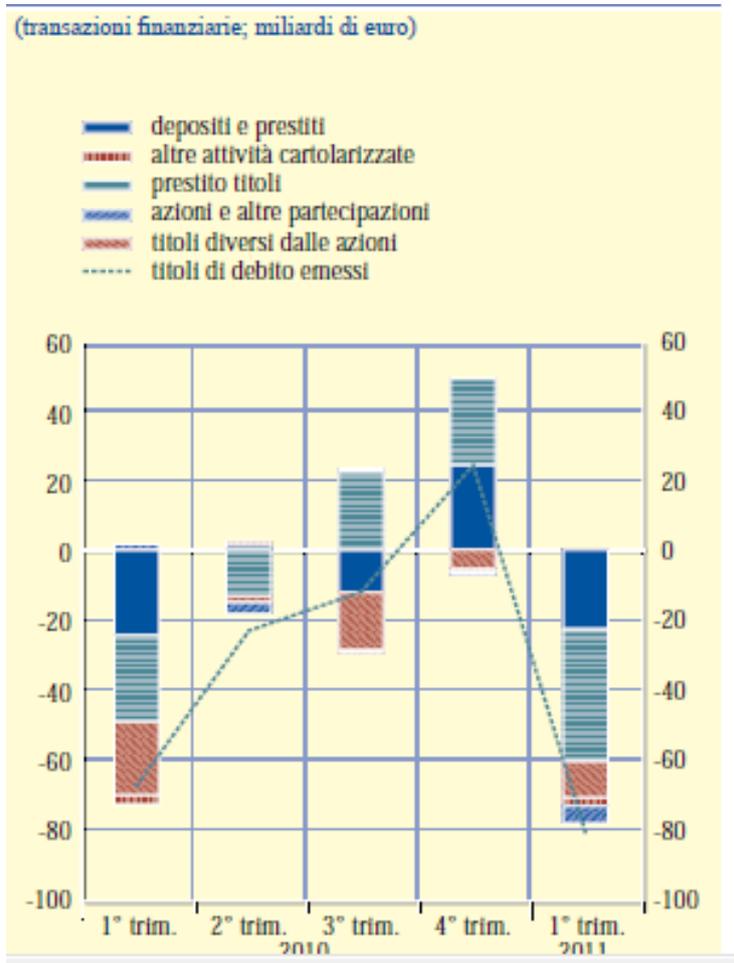
Figura 3.4 Attività principali nei bilanci delle società veicolo finanziarie



Fonte: BCE Bollettino mensile (Agosto 2011), "Assicurare l'adeguatezza delle statistiche monetarie e finanziarie della BCE"

Come si evince dalla figura 3.4, i bilanci delle società veicolo dell'area dell'euro sono per lo più composti da prestiti cartolarizzati ceduti da istituzioni finanziarie dell'area, poi si rinvengono depositi e prestiti, prestiti cartolarizzati ceduti da soggetti residenti nell'area-euro diversi da istituzioni finanziarie ed infine prestiti cartolarizzati ceduti da soggetti non residenti nell'area. Questo a conferma del fatto che una società veicolo è costituita col fine esclusivo di mettere in atto una o più operazioni di cartolarizzazione. La scala numerica di sinistra indica gli importi espressi in milioni di euro, mentre quella di destra indica la percentuale sul totale delle attività.

Figura 3.5 Transazioni riguardanti determinate attività delle SVF e i titoli di debito emessi dalle SVF



Fonte: BCE Bollettino mensile (Agosto 2011), "Assicurare l'adeguatezza delle statistiche monetarie e finanziarie della BCE"

Come evidenziato dalla figura 3.5, l'ammontare di titoli di debito emessi dalle società veicolo è fortemente aumentato fino a giungere al livello più alto registrato durante il quarto trimestre del 2010, mentre tra il quarto trimestre del 2010 e il primo trimestre del 2011 si è registrato un rimborso di titoli di debito per un ammontare pari a circa 81 miliardi di euro. Le attività riguardano: depositi e prestiti, altre attività cartolarizzate, prestito di titoli, azioni e altre partecipazioni, titoli diversi dalle azioni, titoli di debito emessi.

Tavola 3.2 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; transazioni nel periodo)

1. Attività													
	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati						Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività	
			Totale	Originati nell'area dell'euro				Originati all'esterno dell'area dell'euro					
				IFM	Mantenuti nel bilancio delle IFM ⁽¹⁾	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie						Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze													
2011 1° trim.	2.255,4	351,2	1.484,8	1.184,8	595,3	142,5	21,8	5,9	129,9	241,6	89,0	36,3	52,4
2° trim.	2.217,9	340,0	1.462,9	1.166,7	585,5	144,7	20,4	5,2	126,0	232,6	88,6	35,7	58,2
3° trim.	2.201,7	321,4	1.465,9	1.178,9	590,5	142,8	20,5	5,1	118,5	232,3	86,9	37,8	57,5
4° trim.	2.273,2	334,8	1.533,7	1.244,2	583,1	147,8	20,8	4,8	116,1	229,0	90,0	36,8	58,9
2012 1° trim.	2.226,8	318,4	1.503,7	1.209,6	553,7	143,2	20,5	4,8	125,7	217,3	86,2	35,6	65,6
Transazioni													
2011 1° trim.	-96,5	-25,0	-39,3	-44,3	-	5,3	-0,3	-0,1	0,2	-9,9	-2,4	-5,1	-14,8
2° trim.	-43,0	-11,1	-25,0	-21,4	-	2,0	-0,7	-0,3	-4,4	-7,9	0,0	0,0	1,1
3° trim.	-26,1	-18,5	1,9	11,4	-	-2,1	-0,1	0,0	-7,3	-2,2	-2,1	-1,1	-4,2
4° trim.	69,9	3,4	65,9	64,1	-	4,2	0,3	-0,4	-2,4	-2,9	2,3	-1,0	2,2
2012 1° trim.	-54,0	-6,1	-28,3	-19,5	-	-4,5	-0,3	0,0	-4,0	-13,2	-2,8	-0,9	-2,7
2. Passività													
	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività						
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni								
								3	4	5			
1	2	3	4	5	6	7							
Consistenze													
2011 1° trim.	2.255,4	135,1	1.884,4	70,0	1.814,4	36,3	199,6						
2° trim.	2.217,9	135,9	1.841,7	66,4	1.775,3	35,2	205,2						
3° trim.	2.201,7	134,1	1.823,0	63,8	1.759,2	34,7	210,0						
4° trim.	2.273,2	150,8	1.883,7	66,7	1.817,0	33,9	204,7						
2012 1° trim.	2.226,8	152,6	1.824,7	59,8	1.764,9	32,7	216,7						
Transazioni													
2011 1° trim.	-96,5	-1,1	-82,7	-6,6	-76,1	-6,0	-6,7						
2° trim.	-43,0	1,4	-47,0	-7,5	-39,5	-0,8	3,3						
3° trim.	-26,1	-2,2	-24,3	-3,0	-21,3	-1,7	2,1						
4° trim.	69,9	16,5	62,0	2,9	59,1	-1,0	-7,6						
2012 1° trim.	-54,0	1,1	-56,4	-7,9	-48,5	-0,9	2,2						

Fonte: BCE Bollettino mensile (Giugno 2012)

Dalla tavola 3.2 si nota un incremento dei prestiti cartolarizzati da un valore di 1484 miliardi di euro nel primo trimestre del 2011 a un valore di 1503 miliardi nel primo trimestre del 2012 e gran parte di questi prestiti derivano da istituzioni finanziarie per 1184 miliardi di euro (primo trimestre del 2011) e per 1209 miliardi (primo trimestre del 2012), da altri intermediari finanziari, compagnie di assicurazione e fondi pensione per 142 miliardi (primo trimestre del 2011) e per 143 miliardi (primo trimestre del 2012), prestiti originati all'esterno dell'area-euro per 129 miliardi (primo trimestre del 2011) e per 125 miliardi (primo trimestre del 2012), 21,8 miliardi (primo trimestre 2011) originati da società non finanziarie e 20,5 miliardi nel primo trimestre del 2012.

La restante parte dei bilanci è composta da depositi e prestiti, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate, azioni e altri titoli di capitale ed infine da altre attività. Il lato delle passività è invece composto da: titoli di debito emessi a fronte delle operazioni di cartolarizzazione per un totale di 1184 miliardi di euro nel primo trimestre del 2011, prestiti e depositi ricevuti per un valore di 153 miliardi di euro nel primo trimestre del 2011 e 152 miliardi nel primo trimestre del 2012, capitale, riserve e altre passività.

La tavola 3.3, riportata di seguito, include prestiti cartolarizzati che rimangono iscritti nel bilancio dell'originator ed esclude le cartolarizzazioni dei prestiti tra istituzioni finanziarie.

Tavola 3.3 Prestiti cartolarizzati ceduti dalle IFM dell'area dell'euro e titoli non azionari

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro						Titoli non azionari						
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro ¹⁾					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		Società veicolo finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2011 1° trim.	1.184,8	803,6	261,3	17,9	0,2	7,2	34,0	241,6	124,3	42,3	82,0	36,5	117,4
2° trim.	1.166,7	788,6	253,1	19,3	0,4	9,8	35,5	232,6	124,2	41,0	83,2	35,4	108,4
3° trim.	1.178,9	795,4	254,2	18,7	0,4	9,6	32,9	232,3	122,2	42,1	80,1	33,8	110,1
4° trim.	1.244,2	828,0	262,5	17,9	0,2	6,6	33,6	229,0	120,1	40,7	79,4	33,4	108,9
2012 1° trim.	1.209,6	818,9	239,6	17,8	0,2	6,4	29,9	217,3	115,3	40,3	75,0	30,5	102,1
Transazioni													
2011 1° trim.	-44,3	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	-1,6	-9,9	-5,7	-3,1	-2,7	-0,1	-4,2
2° trim.	-21,4	-20,8	0,2	0,8	0,2	2,6	-3,8	-7,9	0,4	-0,4	0,7	-0,7	-8,3
3° trim.	11,4	6,2	-0,4	-0,7	0,0	-0,2	-1,2	-2,2	-3,1	-0,2	-2,9	-1,2	1,0
4° trim.	64,1	32,0	8,1	-0,7	-0,1	-3,0	0,3	-2,9	-1,6	-1,5	0,0	-0,2	-1,4
2012 1° trim.	-19,5	-13,1	-7,8	0,0	0,0	-0,2	0,0	-13,2	-5,5	-0,8	-4,8	-2,8	-7,7

Fonte: BCE Bollettino mensile (Giugno 2012)

Gran parte dei prestiti cartolarizzati sono composti da prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie alle famiglie per 803 miliardi di euro nel primo trimestre del 2011 e per 818 miliardi nel primo trimestre del 2012, successivamente troviamo i prestiti concessi a società non azionarie per 261 miliardi nel primo trimestre del 2011 e per 239 miliardi nel primo trimestre del 2012, settore debitore esterno all'area dell'euro, altri intermediari finanziari, amministrazioni pubbliche e società di assicurazione e fondi pensione. Perciò come si evince dai dati presentati in precedenza, la crisi finanziaria non ha bloccato il mercato delle cartolarizzazioni in Europa.

Dunque nel primo capitolo è stato presentato l'ambiente economico-finanziario precedente e successivo alle turbolenze finanziarie del 2007, nel secondo capitolo è stato illustrato lo schema più utilizzato per la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione e l'uso che oggi viene fatto della tecnica col fine del rifinanziamento presso la BCE, nel terzo capitolo è stato invece presentato il mercato italiano delle cartolarizzazioni con l'introduzione della legge n.130 del 30 aprile 1999 che ha introdotto anche nel Nostro ordinamento tale tecnica. Sempre nel capitolo 3 è stato presentato il sistema italiano di intermediazione e le statistiche realizzate sul fenomeno. Ora, nel capitolo 4, verrà brevemente illustrato un caso pratico di cartolarizzazione del credito, il caso MPS.

Capitolo 4

La cartolarizzazione del credito:

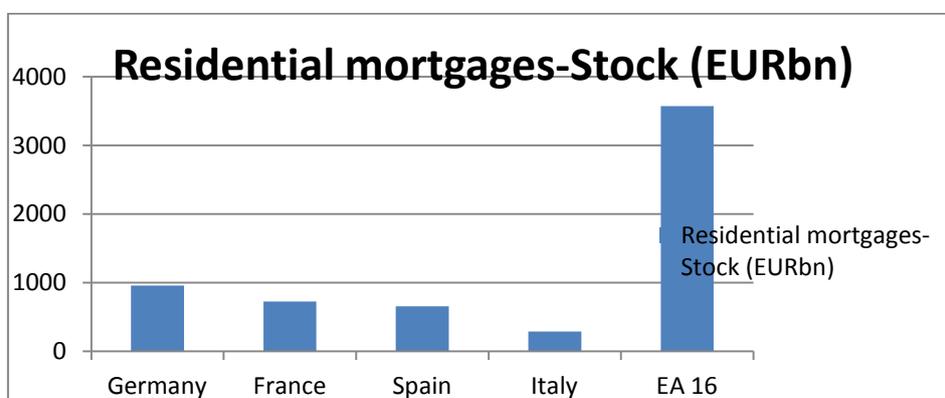
Il caso MPS

In questo capitolo verrà presentato il caso pratico di un'operazione di cartolarizzazione del credito di una nota banca italiana; Banca Monte dei Paschi di Siena. Il caso in questione è Siena 2010-7.

Perché è stato scelto proprio questo caso? Si tratta della prima cartolarizzazione in Europa successiva alle turbolenze finanziarie del 2007, infatti nessuna banca italiana e in generale del Sud Europa aveva più cartolarizzato mutui e venduto titoli ABS dall'inizio della crisi finanziaria. Il blocco del mercato delle cartolarizzazioni era iniziato nel 2007 perché a far scoppiare la crisi erano state proprio le cartolarizzazioni americane. L'obiettivo era quello di "riaprire un mercato perché le cartolarizzazioni sono un'importante forma di finanziamento per le banche", queste sono le parole di Massimo Molinari, responsabile dell'area tesoreria del Montepaschi. Prima di passare agli aspetti propri dell'operazione è importante fare due osservazioni; la prima relativa alle caratteristiche del mercato italiano dei mutui e la seconda relativa ad una visione complessiva del ruolo di Banca Montepaschi nel mercato italiano.

- Il mercato italiano dei mutui appare di dimensioni piuttosto limitate rispetto a quello di altri paesi europei e ciò deriva sicuramente dalla tendenza dei proprietari di abitazioni italiani ad evitare la forma dell'indebitamento. Dopo un brusco declino nell'intera area-euro tra il 2006 e il 2008, il mercato dei prestiti ha registrato un trend positivo a partire dal 2009. Di seguito è riportato un grafico che permette di confrontare il mercato italiano dei mutui con quello degli altri paesi dell'euro zona.

Figura 4.1

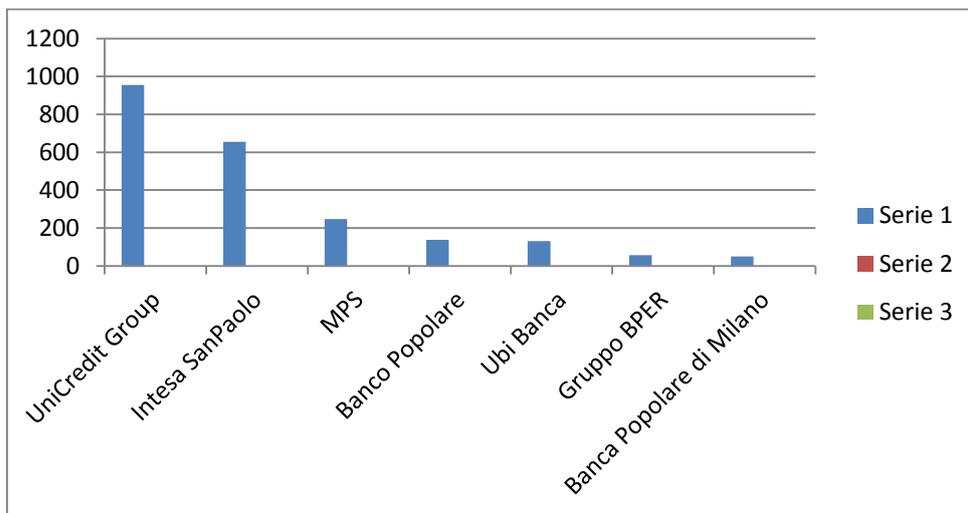


Fonte: Siena mortgages 2010-7

È semplice notare dalla rappresentazione che l'Italia ha un livello di erogazione di mutui inferiore ad altri paesi europei, come per esempio Germania, Francia e Spagna.

- Ora diamo un'occhiata al ruolo ricoperto da Banca Montepaschi nel mercato italiano. L'istituto di credito è stato fondato nel 1472 e risulta essere la più antica banca al mondo. Nel 1995 è divenuta società per azioni e dal 1999 le sue azioni sono quotate presso Borsa Italiana. Inoltre si tratta anche della terza maggiore banca presente in Italia come si evince dalla figura 4.2 di seguito riportata, successiva solo al Gruppo UniCredit e a Intesa SanPaolo.

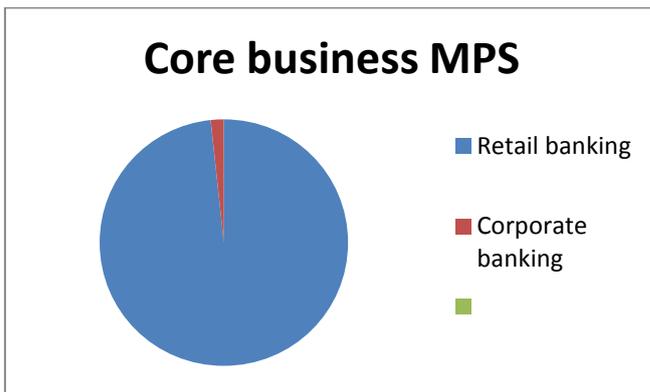
Figura 4.2



Fonte: Siena mortgage 2010-7

Il suo core business è finalizzato in misura prevalente alla clientela retail:

Figura 4.3



Fonte: Siena mortgages 2010-7

Dopo queste brevi osservazioni possiamo passare alla presentazione del caso oggetto di studio.

4.1 Siena 2010-7

L'operazione oggetto di studio ha visto l'emissione di 3479,5 milioni di euro di titoli RMBS, essa ha avuto ad oggetto mutui residenziali di tipo "prime" originati da Banca MPS SPA. La transazione ha previsto un portafoglio granulare di mutui prime italiani con distribuzione sul territorio nazionale. Siena 7 ha offerto inoltre l'opportunità agli investitori di diversificare i propri investimenti in Europa, si è trattato infatti della prima emissione di RMBS per il mercato dall'inizio del credit crunch.

4.1.1 Loan origination process

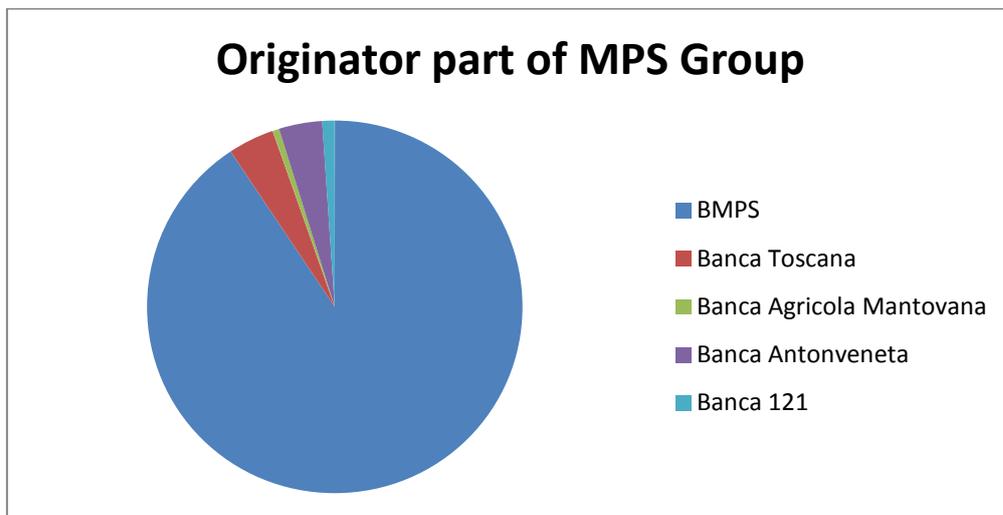
Il processo di generazione del prestito si articola in diverse fasi:

- Analisi del rischio; analisi delle caratteristiche individuali della clientela richiedente il prestito, analisi di eventuali garanti, indagini condotte attraverso la Centrale rischi della Banca d'Italia per verificare se il soggetto prenditore di fondi ha ecceduto i limiti dell'esposizione concessagli o se ha già registrato situazioni di default, uso del database interno di MPS per valutare mutuatari ed eventuali garanti che hanno già intrattenuto rapporti con la banca in passato.
- Analisi tecnica; valutazione del valore della proprietà da parte di un perito della banca, verifica della documentazione e della visura catastale relativa all'immobile, ipoteca sulla proprietà posta come collaterale.
- Due diligence; valore massimo per la concessione del prestito uguale all'80% del valore dell'immobile, innalzato al 100% nel caso in cui il prestito sia supportato da garanzie addizionali. Inoltre l'immobile deve essere assicurato contro incendio ed esplosione per il 120% del suo valore.
- Approvazione; dipende dal livello di rischio del mutuo definito dal sistema interno di scoring.

L'internal scoring è una misura sintetica della qualità del credito che prende in considerazione fattori demografici e comportamentali, attraverso questo "punteggio" si intende determinare il merito creditizio del cliente richiedente il prestito.

Di seguito è riportato un grafico rappresentante i diversi soggetti del Gruppo Montepaschi originator dei prestiti oggetto dell'operazione allo studio e un grafico relativo alla distribuzione di tali prestiti sul territorio nazionale.

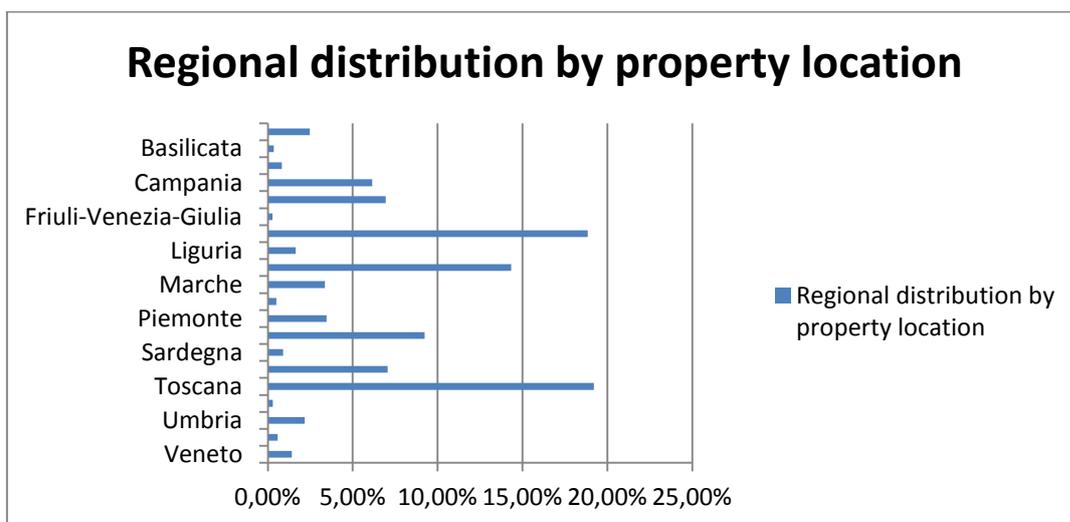
Figura 4.4



Fonte: Siena mortgages 2010-7

Gran parte dei prestiti del portafoglio sono stati originati direttamente da Banca Monte dei Paschi di Siena (90,65%), un'altra parte da Banca Toscana (3,99%), Banca Antonveneta (3,71%), Banca 121 (1,07%) ed infine da Banca Agricola Mantovana (0,58%).

Figura 4.5



Fonte: Siena mortgages 2010-7

La regione in cui hanno avuto maggiore diffusione i prestiti oggetto dell'operazione è sicuramente la Toscana come si evince dal grafico.

Ai fini della trattazione è importante dare alcune definizioni:

- Debito scaduto; si definisce così il debito quando il pagamento non viene effettuato oppure è effettuato in modo parziale. In questo caso il prestito viene gestito attraverso telefonate e contatti diretti con il cliente al fine di determinare le cause del mancato pagamento.
- Debito detto "delinquent": si definisce così il debito quando dall'inizio del mancato pagamento sono passati 20 giorni, in questo caso la posizione è monitorata attraverso un software che prende il nome di "Cruscotto del credito". Nel caso di mancato pagamento per un periodo di 50 giorni, la procedura di gestione del credito prende il nome di "managing delinquency".
- Debito in default; si giunge a tale definizione, quando dopo diverse considerazioni, i problemi del borrower non sono più temporanei ma permanenti. Una volta che il credito è classificato come "defaulted" viene trasferito in gestione a MPS Gestione Crediti Banca SPA. Questa società fa parte del Gruppo ed è incaricata della gestione prestiti in default di MPS. Essa mette

in atto diverse azioni sia giudiziarie che extra-giudiziarie, necessarie per il recupero del credito.

4.1.2 Le caratteristiche dell'operazione

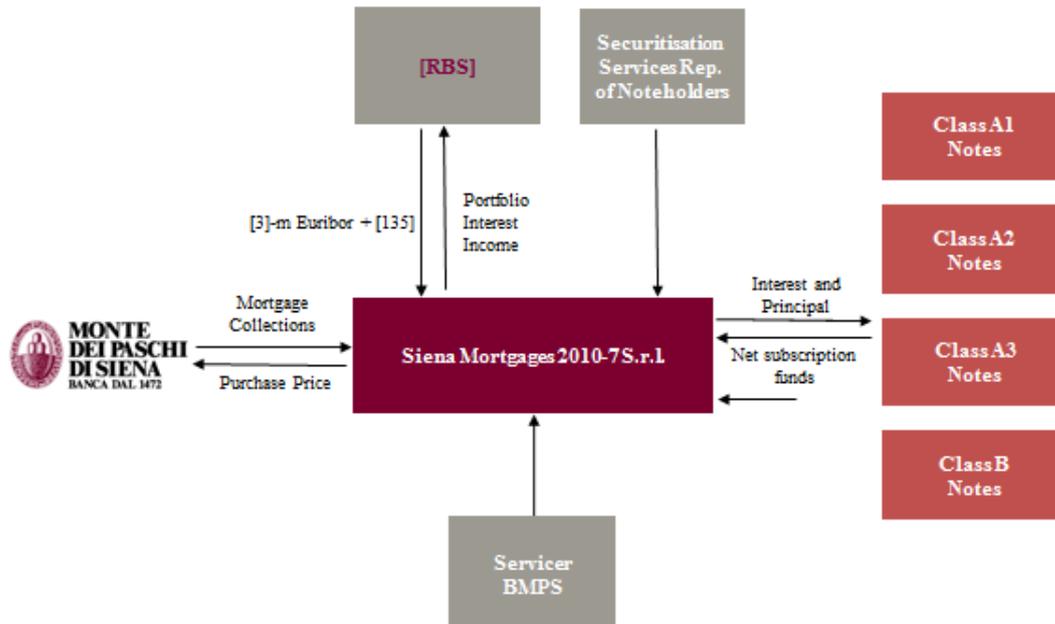
I soggetti che prendono parte ad un'operazione di cartolarizzazione sono numerosi, di seguito indichiamo le parti che figurano nell'operazione oggetto del nostro studio:

Issuer	Siena 2010-7
Seller	BMPS
Servicer	BMPS
Italian account bank, calculation agente e principal paying agent	Deutsche Bank SPA
English account bank	Deutsche Bank AG, London Branch
Swap counterparty	RBS
RON	Securitiation services SPA
IPDs	22 maggio, agosto, novembre, febbraio
First coupon date	22 febbraio 2011
Listing	Luxembourg stock exchange
Clearing	Euroclear/Montetitoli
Arranger	MPS CS

Fonte: Siena mortgages 2010-7

Come detto già in precedenza, l'operazione ha ad oggetto mutui residenziali originati da Banca MPS e ceduti alla società veicolo Siena Mortgages 2010-7 s.r.l. L'operazione ha riguardato l'emissione di 5 tranches di titoli, di cui solo le prime due destinate al pubblico degli investitori, mentre le altre sono state trattenute dal soggetto originator. Quest'ultimo ha svolto anche il ruolo di servicer, in modo da mantenere il rapporto con i debitori ceduti. I titoli emessi sono titoli a tasso variabile indicizzato all'Euribor a tre mesi + 135 punti base.

Figura 4.6



Fonte: Siena mortgages 2010-7

L'operazione è caratterizzata dall'ingresso nel mercato swap al fine di coprirsi contro potenziali mismatch tra:

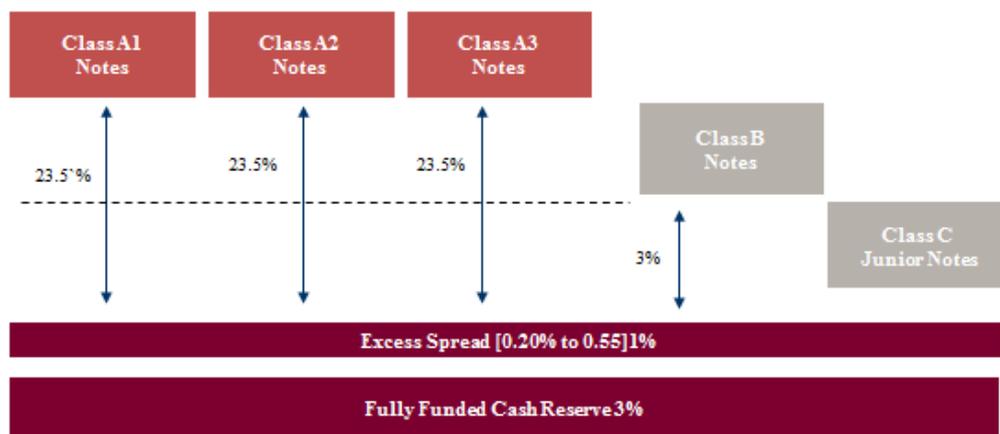
- I coupon pagabili sui titoli basati sul tasso Euribor a 3 mesi
- Gli interessi generati dal portafoglio prestiti a tasso fisso

La controparte del contratto swap pagherà l'Euribor a 3 mesi + 135 b.p. sul valore nozionale del portafoglio e lo SPV pagherà alla controparte del contratto swap gli interessi ricevuti sul portafoglio durante ciascun periodo di pagamento.

L'operazione prevede inoltre diversi meccanismi noti con il nome di Credit enhancement. Di seguito ne riportiamo una rappresentazione grafica:

Figura 4.7

Caratteristiche del Credit Enhancement



Fonte: Siena mortgages 2010-7

La struttura del sistema di credit enhancement prevede:

- Pagamenti di interessi e capitale a cascata, in modo che vengano soddisfatte prima le classi A1, A2 e A3 e successivamente le classi B e C. Nel caso di trigger event, non vengono pagati interessi alla classe B se prima non sono state remunerate le classi A
- Cash reserve uguale al 3% (104,3 milioni di euro) del valore iniziale dell'intero ammontare di titoli emessi
- L'excess spread che varia tra lo 0,20% e lo 0,55% durante la vita della transazione
- Synthetic PDL.

4.1.3 La valutazione delle agenzie di rating

La valutazione del merito creditizio da attribuire ai titoli oggetto di emissione è stata svolta da due società di rating: Fitch e Moody's.

Fitch ha attribuito il giudizio di rating alla classe A, ma non alle classi B e C. Il giudizio si basa sulla qualità degli assets sottostanti, sulla struttura di credit enhancement adottata e sulla presenza di elementi quali per esempio contratti swap al fine di copertura contro mismatch di tasso d'interesse. Il pool consiste di prestiti performing concessi a "famiglie consumatrici" per l'86,4% del portafoglio totale, artigiani e "famiglie produttrici" per il 13,6%.

Gli elementi analizzati per l'attribuzione del merito creditizio da parte di Ficht sono numerosi e prendono il nome di rating drivers, essi comprendono:

- Caratteristiche del borrower: l'80,6% dei prestiti è composto da prestiti a tasso variabile originati nel 2009 e nel 2010.

- Servicer`s permitted variations; la transazione permette a MPS, nel suo ruolo di servicer, di sospendere i pagamenti per i borrowers che provano di trovarsi in difficoltà finanziarie.
- Presenza di contratto swap per la copertura contro variazioni dei tassi di interesse.
- Rating sensitivity: questa sezione permette di valutare la sensibilità della transazione quando un fattore di rischio è particolarmente stressato.
- Rating sensitivity to default: cambiamento nel rating (rating migration) se aumenta la probabilità di default. I risultati del modello dimostrano che quando la probabilità di default aumenta del 15% non si genera downgrade, mentre se aumenta per esempio del 30% allora si registra un downgrade della classe A.
- Rating sensitivity to multiple factors; l`analisi riguarda lo stress di diversi fattori tra loro concorrenti, in particolare:

Original rating	Classe A; AAA
Scenario 1: 5% increase in default rates, 5% decrease in recovery rates	AAA
Scenario 2: 15% increase in default rates, 15% decrease in recovery rates	AA-
Scenario 3: 30% increase in default rates, 30% decrease in recovery rates	AA-

Fonte: Siena Mortgages 10-7 s.r.l., Fitch Ratings

Il modello mostra che titoli appartenenti alla classe A con rating iniziale pari ad AAA non subiscono downgrading nel caso dello scenario 1, mentre lo subiscono nel caso dello scenario 2 e 3.

- Hedgig testing; Ficht conduce anche test sulla copertura in atto per valutare quale supporto essa apporta alla transazione. L'agenzia considera il caso di assenza di contratto swap e l'impossibilità di entrare in un contratto simile. Dunque si ottiene: Original rating con swap AAA (classe A), No swap BBB+ (Classe A).
- Payment holiday and swap ;Ficht analizza uno scenario di stress determinato dall'impatto dell'assenza dei pagamenti per 18 mesi del 100% del portafoglio. Si intende verificare se il rating possa essere mantenuto grazie all'effetto della misura mitigatrice rappresentata dal contratto swap.

La perdita attesa calcolata da Moody's è derivata dall'analisi di dati storici relativi al default. La media del default assunta per la transazione è del 7%, che combinata con un tasso di recupero del 65% in 6 anni genera una perdita attesa del 3,35%. Il primo passo è determinare la distribuzione della perdita del pool di prestiti; Moody's usa una distribuzione continua per approssimare la distribuzione delle perdite, la distribuzione log-normale. Per determinare la forma della curva sono necessari due parametri: la perdita attesa e la volatilità relativa alla perdita attesa. Questi parametri derivano da due fonti: dati storici relativi alle perdite e loan-by-loan model.

Il rating dei titoli per Moody's si basa sull'analisi:

- delle caratteristiche del pool di prestiti;
- dei tassi di interesse e dei ritardi nei pagamenti valutati in relazione a prestiti convenzionali;
- della protezione derivante dal meccanismo di credit enhancement messo in atto e supporti di liquidità contro eventi di default;
- del ruolo dello swap come copertura;
- dell'integrità legale e strutturale dell'emissione.

Le tranche A1 e A2 sono state destinate ad investitori qualificati e professionali, mentre i titoli di classe A3 e B sono stati sottoscritti da MPS Capital Services. Il collocamento e la strutturazione dell'operazione sono stati curati da JP Morgan. Notevole è stato l'interesse mostrato da diversi investitori istituzionali a livello sia nazionale che internazionale. L'operazione ha visto come principali acquirenti banche con oltre il 36% dell'emissione, Fund Managers per il 18%, compagnie assicurative per il 2,54%, Fondi pensione per il 4,5% e Supranationals per il 7,5%.

Conclusioni

Obiettivo del lavoro svolto è stato quello di mostrare l'uso della tecnica di cartolarizzazione del credito nel periodo successivo alla crisi finanziaria del 2007, in quanto più volte la tecnica in questione è stata accusata di aver scatenato le turbolenze, ampiamente analizzate nella presente trattazione. In realtà il corretto utilizzo della tecnica di securitization permette agli intermediari di raggiungere numerosi vantaggi; reperimento di nuova liquidità, maggiori potenzialità commerciali e riduzione del livello di capitale da detenere a fini prudenziali di vigilanza. Al fine di raggiungere tale scopo siamo partiti dalla presentazione dell'ambiente economico-finanziario caratterizzato dalle turbolenze che hanno avuto origine negli Stati Uniti nell'estate del 2007 e che rapidamente si sono propagate negli altri paesi ed anche in Italia, portando ad un serio aggravamento della congiuntura economica. In seguito abbiamo descritto l'uso della tecnica e la sua applicazione prima e dopo la crisi. In particolare, la grande diffusione dell'utilizzo della tecnica in questione e il grande successo dei titoli ABS hanno portato le banche ad una forte trasformazione del modello di intermediazione passando dal tipo "originate and distribute" al tipo "originate to distribute". Proprio tale trasformazione ha determinato lo stravolgimento dell'uso della securitization con carenze e lacune nella valutazione dei soggetti mutuatari e delle garanzie da essi apportate. Se, invece, la tecnica è utilizzata in maniera corretta, con la corretta analisi dei rischi nella

concessione dei finanziamenti, allora si può affermare che i vantaggi per le istituzioni finanziarie sono reali. Attraverso le analisi statistiche svolte nel Nostro Paese riportate, si mostra che l'utilizzo della tecnica di cartolarizzazione non ha risentito della crisi finanziaria e del panico che si è sviluppato a livello internazionale, in quanto le banche hanno continuato ad utilizzare la tecnica di cartolarizzazione e inoltre, sempre dalle statistiche si evidenzia che i crediti oggetto di cartolarizzazione non hanno subito insolvenze oltre la media registrata precedentemente al 2007. Da studi ed analisi si evince anche che le banche che cartolarizzano vedono accrescere la propria competitività rispetto ad istituzioni che non cartolarizzano, ciò a conferma dei numerosi vantaggi rivenienti dall'uso della tecnica in analisi. A seguito alla crisi del 2007, le banche hanno mostrato numerosi segni di fragilità, soprattutto in relazione al rischio di liquidità, elemento fondamentale per la stabilità dell'intero sistema bancario-finanziario. Proprio la tecnica di cartolarizzazione del credito permette alle banche originator di reperire nuova liquidità, dunque per evitare una vera e propria situazione di insolvenza le banche hanno ripreso ad utilizzare la tecnica di securitization, ma questa volta in relazione ad operazioni di rifinanziamento presso la Banca Centrale Europea. Infatti, le banche originator cedono gli attivi da cartolarizzare a società veicolo appositamente costituite e successivamente riacquistano i titoli emessi dalla società veicolo da offrire in garanzia alla BCE. Nella nostra trattazione, inoltre, viene presentato un caso pratico di cartolarizzazione del credito; il caso di Siena 2010-7 di Banca Monte dei

Paschi di Siena; la prima banca in Italia a riportare l'uso della cartolarizzazione del credito successivamente al 2007.

Possiamo dunque concludere affermando che la tecnica di cartolarizzazione del credito di per sé non può essere accusata di aver scatenato le turbolenze finanziarie alla base della crisi, ma sicuramente è da accusare l'uso che ne è stato fatto da parte delle istituzioni finanziarie, spesso interessate alla realizzazione di un profitto di breve termine, anziché al mantenimento della stabilità nel medio-lungo termine.

Bibliografia

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dell'Ariccia G., Igan D. e Laeven L. (2009), "Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market", European banking center discussion paper n. 2009-145

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

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

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

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

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

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

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

Levitin Adam J., Pavlov Andrey D. e Wachter Susan M. (2009), "Securitization: cause or remedy of the financial crisis?", Georgetown

University Law Center Business, Economics and Regulatory Policy Working Paper Series, Research Paper N. 1462895

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Monti E. (2010), "La finanza strutturata: prospettive dopo la crisi"

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

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

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

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

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

Siena mortgages 2010-7

Siena mortgages 10-7, Moody's Investors service

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

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

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

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

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

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

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

www.sole24ore.it

www.ecb.eu

www.securitization.it

www.mps.it

Ringraziamenti

Dopo cinque anni di duro lavoro e tanti interminabili esami, finalmente sono giunta a questo punto, con la redazione del mio elaborato finale. Per questo motivo, vorrei ringraziare le persone che mi hanno aiutato a raggiungere questo traguardo.

Innanzitutto ringrazio il mio Professore relatore, Ernesto Monti, docente di “Finanza aziendale” e la Dottoressa Musolino, che mi hanno supportato sia dal punto di vista didattico che umano nello svolgimento del lavoro. Un ringraziamento va anche al Dottor Massimo Molinari, responsabile dell’area tesoreria di Banca Monte dei Paschi di Siena e alla Dottoressa Tamara Haegi per la disponibilità con cui mi hanno fornito il materiale relativo al caso pratico in analisi.

Grazie mamma. Da quando ero piccola immaginavi questo momento e sicuramente, anche se non sei più presente fisicamente, oggi sei qui accanto a me a darmi la Tua forza e il Tuo coraggio. Grazie mamma per quanto mi hai insegnato, per quanto mi hai trasmesso in questi 24 anni e negli ultimi mesi segnati dalla lotta contro una malattia che non lascia scampo, hai lottato fino all’ultimo respiro. Eri una donna forte e oggi sei il mio modello, la mia aspirazione, ciò che più vorrei essere.

Grazie papà, perché insieme a mamma mi hai permesso di raggiungere questo traguardo, ricorda che Noi ti vogliamo bene, insieme a lei anche se non è più tra noi.

Grazie Sergio, nei mesi duri della malattia sei stata la persona che più mi ha aiutato, la persona con cui ho condiviso il peso della sofferenza, il fratello che tutti vorrebbero avere.

Grazie numerose zie.... Zia Rita, zia Maria e zia Lucia, ognuno ha il suo carattere e voi avete il vostro, spesso a me incomprensibile, ma Vi voglio bene.