

LA RE-SECURITISATION PER FINANZIARE LA RIPRESA

1. È diffusa convinzione che sia necessario promuovere l'accesso diretto delle imprese, in particolare delle PMI italiane ed europee, al mercato finanziario attraverso cartolarizzazioni e minibond.

Tale convinzione è condivisa dalla Commissione Europea, dalla BCE e dalla Banca d'Italia, nonché dal governo italiano ed è stata confermata dal Consiglio d'Europa del 26 giugno 2014.

Il successo dell'operazione consentirebbe di finanziare le imprese con capitali privati forniti anche dal mercato finanziario internazionale. La soluzione ideale sarebbe quella di operare a livello europeo e non solo italiano.

2. Varie iniziative in tal senso sono già state adottate e/o sperimentate ma non stanno generando risultati apprezzabili: dalla BCE con le regole sulla cartolarizzazione dei crediti da prendere a garanzia dei suoi finanziamenti, da un'associazione di grandi banche (PCS), dal governo italiano con i due interventi a favore dei minibond e della cartolarizzazione, dalla BEI, ecc.

3. Il documento allegato spiega perché tali iniziative non possono decollare e fornisce una proposta di soluzione:

- l'impossibilità di decollare è intrinseca al fatto che si tratta di strumenti strutturalmente illiquidi.
- la proposta di soluzione si basa su tecniche di promozione della liquidità,

Ma l'impedimento principale, anche se non è stato analizzato nelle varie sedi citate, è che si esclude l'uso della (Ri-cartolarizzazione). QUESTO E' L'ELEMENTO DA MODIFICARE A LIVELLO REGOLAMENTARE EUROPEO

- Il problema della illiquidità e della sua soluzione è illustrato nella Parte I, pagine 18-24.
- La modalità operativa della soluzione è illustrata nella Parte II, pagine 1-13

LA RE-SECURITISATION PER FINANZIARE LA RIPRESA

Giuseppe Zadra, luglio 2014

Parte I

La necessità della *(re-)securitisation*: il vincolo della liquidità [pag. 1-25]

Parte II

Superare il vincolo della liquidità degli ABS attraverso una ricartolarizzazione trasparente (*qualifying re-securitisation*) [pag. 1-14]

Premessa

Questo lavoro origina da un'analisi del fenomeno USA dello *shadow banking* che ha portato a livelli estremi le tecniche della finanza strutturata (*securitisation, tranching, structuring, credit enhancement* e derivati, fino a livelli multipli come i CDO³).

Se tale fenomeno ha causato una delle principali crisi finanziarie e di conseguenza è stato identificato come il male (portando a una condanna totale e generica di tutta finanza), con il tempo si è cercato di capire non solo quali fossero i suoi anelli deboli ma anche i suoi meriti: si è infatti constatato che, lo *shadow banking*, ha consentito di portare all'economia reale un gigantesco flusso di finanziamenti, ben superiori a quelli apportati dal sistema bancario.

A fronte di un evidente *funding gap* sui mercati creditizi europei (sconosciuto negli USA) si è quindi cercato di valutare quali elementi positivi si potessero identificare nel fenomeno stesso. A oggi, essi sono stati individuati principalmente nella tecnica della *securitisation* che, se trattata opportunatamente, potrebbe portare a significativi miglioramenti nel rischio di credito delle imprese e a finanziare la ripresa tramite la grande disponibilità di capitali presenti sul mercato finanziario non bancario.

Mentre l'aspetto del rischio di credito e della trasparenza sembra avviato ad una soluzione, tanto che la Banca Centrale Europea e la *Bank of England* hanno recentemente proposto all'attenzione pubblica un progetto di "*qualifying securitisation*", il secondo problema, quello della liquidità dei titoli e quindi della capacità di trovare capitali nel mercato finanziario in

misura massiccia e continua (così da risolvere realmente il *funding gap*), non sembra ancora risolto.

L'obiettivo di questo documento è dunque quello di offrire una prima proposta per risolvere il problema della liquidità con la tecnica di cartolarizzazione di "secondo livello", che, se trattata con prudenza e limitatamente al secondo livello, vorremmo definire "*qualifying re-securitisation*". Il documento è diviso in due parti:

1. la prima parte illustra i requisiti che le emissioni di titoli devono possedere per poter generare un mercato effettivamente liquido
2. la seconda illustra una soluzione tecnica

Si ricorda che il mercato finanziario cui genericamente ci si riferisce è quello europeo e non quello italiano.

PARTE I

La necessità della *(re-)securitisation*: il vincolo della liquidità

Indice parte I

Introduzione	3
Il <i>Funding Gap</i>	5
Intermediazione creditizia basata sul mercato	9
a) il caso dei minibond	11
b) il caso delle cartolarizzazioni.....	12
Una proposta sul fronte della liquidità: una “ <i>qualifying re-securitisation</i> ”	18
Conclusioni	23
Bibliografia	25

Introduzione

Dalla crisi del 2008 il sistema bancario europeo attraversa un periodo di profonda

Minibond e cartolarizzazione rappresentano due esempi di intermediazione basata sul mercato.

A differenza del sistema delle cartolarizzazioni, però quello dei minibond non soddisfa però alcune importanti proprietà, prima fra tutte la liquidità delle singole emissioni (sez.2). La cartolarizzazione, se condotta prudentemente (traendo suggerimenti e tecniche dall'esperienza dello *shadow banking*), può essere invece appetibile tanto alle banche, in termini di servizi da offrire, quanto agli investitori, in grado di sfruttare nuove combinazioni rischio/rendimento (sez. 3).

In tutto il documento si ricorda che il focus è a livello europeo e non limitato al solo caso italiano.

Il Funding Gap

La crisi del 2008 ha generato una drastica diminuzione degli attivi bancari (*de-leveraging*)¹ ed una nuova e più stringente regolamentazione finanziaria, in conseguenza della quale, gli oneri, in termini di capitale e liquidità, per le banche europee sono aumentati considerevolmente. Questo quadro regolamentare incide in modo particolare su tre aspetti della gestione bancaria: a) nuovo capitale e di migliore qualità²; b) limiti all'uso della leva finanziaria³; c) requisiti minimi in termini di liquidità, intesa come la capacità di una banca di sopravvivere per un mese senza accesso a fondi esterni⁴. A questi nuovi vincoli bisogna poi aggiungere la necessità per l'economia che le banche riportino il volume del credito non solo ai livelli del 2007/8⁵ (*ri-leveraging*) ma che lo innalzino a livelli idonei a sostenere una ripresa vera che superi i livelli pre-crisi, con il conseguente obbligo per le banche di dover aumentare ancora il capitale.

Un computo prudente del nuovo capitale richiesto alle banche europee deve partire dalla stima di nuove attività e cioè dagli oltre €4 trilioni (≈ €4200 miliardi) di fondi aggiuntivi necessari per finanziare almeno parzialmente la crescita del Sistema Europa⁶, così ripartiti:

¹ In parte attenuata dalla politica monetaria espansiva e in alcuni casi innovativa della BCE (es. LTRO).

² *Risk-weights* più stringenti in Basilea III.

³ Introduzione di una *leverage ratio*.

⁴ Istituzione di una *Liquidity Coverage Ratio*, LCR.

⁵ Le sole banche italiane fra il 2011 e il 2013 fanno registrare una diminuzione dei finanziamenti alle imprese di circa €100 miliardi.

⁶ (IMF, October 2012), (*European Banking Authority*, EBA, September 2012) e (PCS Secretariat, March 2013).

1. €2 trilioni per processi di *ri-leveraging* (circa il 7% del bilancio delle banche)⁷, ovvero per tornare al livello di attivi del 2007
2. €1,6 trilioni per finanziare la crescita dell'economia reale⁸ oltre i livelli del 2007
3. €600 miliardi per adempiere alla nuova normativa sulla liquidità (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*)⁹

Applicando i coefficienti di rischio di Basilea III a queste stime, per le banche europee il fabbisogno di nuovo capitale si attesta a circa €330 miliardi¹⁰. Va poi considerata naturalmente anche l'attuale congiuntura macroeconomica, in cui un circolo vizioso fra contrazione dei profitti (che non permette di attingere a fonti interne) e perdite sui crediti (che erodono il capitale) continua a mettere pressione sui bilanci delle banche (*de-leveraging*).

Nelle condizioni di mercato attuali, per le banche appare complicato reperire mezzi propri così ingenti per quattro motivi principali:

- i. Basso livello di utili. Il modello di business tradizionale, ossia basato prevalentemente su raccolta e impieghi, determina attualmente un ROE medio prossimo allo zero a fronte di un costo del capitale ben superiore.
- ii. Resistenza degli azionisti a una diluizione delle quote, che spesso comporta la necessità di alterare gli equilibri di controllo¹¹
- iii. Elevata incertezza. La lentezza e la disomogeneità con cui sta procedendo la ripresa economica in Europa incidono negativamente non solo sulla capacità di

⁷ (IMF, October 2012).

⁸ Al 2% annuo nel periodo 2012-2016.

⁹ (*PCS Secretariat*, March 2013).

¹⁰ €4100mld×8%.

¹¹ Si veda il caso di MPS.

ricapitalizzazione delle banche, ma anche sulla necessità da parte loro di risolvere i loro problemi strutturali¹² prima di estendere nuovo credito.

- iv. Ridotto supporto istituzionale. L'incremento del debito pubblico, dovuto in alcuni casi al salvataggio degli intermediari finanziari (es. Irlanda o Regno Unito), ha ridotto notevolmente la garanzia implicita dei governi a supporto delle banche in difficoltà e di fatto scoraggia gli interventi legati al tema del "*too big to fail*".

D'altra parte, i canali tradizionali di raccolta -depositi, obbligazioni e *covered bond* non sembrano in grado di soddisfare l'ingente richiesta di fondi che una reale ripresa oltre ai livelli del 2008 può comportare. Anche ammettendo la fattibilità tecnica e la disponibilità di fondi sul mercato, a capitale invariato i coefficienti di rischio di Basilea III non consentirebbero comunque di estendere credito all'economia reale. Le stesse operazioni TLTRO annunciate di recente dalla BCE non sembrano poter risolvere quest'aspetto: per effettuare prestiti con i fondi forniti dalla Banca Centrale Europea si dovrebbero comunque mantenere i *ratios* di capitale.

Sono però teoricamente possibili altre strade per rilanciare gli investimenti. Il settore pubblico, ad esempio, potrebbe finanziare direttamente l'economia reale e promuovere la ripresa, ma per ovvie ragioni di finanza pubblica (es. Patto di stabilità) questa opzione non è possibile. Al contrario, la "strada dei mercati" può rappresentare un'importante svolta. In quest'ottica, i finanziamenti mancanti all'economia possono quindi essere attinti dai mercati finanziari per mezzo di una differente procedura di

¹² Elevato livello di sofferenze, alti costi di gestione.

intermediazione, che metta in contatto utilizzatori di fondi, banche e investitori all'interno di un sistema di credito più esteso del tradizionale.

Intermediazione creditizia basata sul mercato

Per rispondere alle esigenze di finanziamento delle banche e dell'economia reale, un sistema di intermediazione creditizia basato sul mercato deve soddisfare alcuni requisiti minimi, sia dal lato delle banche sia dal lato degli investitori.

In primo luogo, deve permettere alla banca di soddisfare i vincoli di capitale di Basilea III. Essa deve essere cioè in grado di procurare nuovo credito senza dover ricorrere a capitale aggiuntivo o nei limiti in cui vi riesce. A questo proposito, si ricorda che gli aumenti di capitale effettuati nel periodo recente non sono sufficienti a consentire l'estensione degli impieghi (*re-leveraging*). In Italia, ad esempio, siamo in una situazione di *funding gap* e a fronte di un rapporto impieghi/depositi già superiore al 100% per finanziarsi ed erogare nuovo credito è necessario rivolgersi al mercato (prima della crisi il rapporto era al 130% e le banche si finanziavano all'estero).

Tuttavia, i grandi investitori istituzionali (*pension funds*, *asset managers* e grandi tesorerie) che operano nei mercati finanziari internazionali ragionano nell'ottica dell'investimento in titoli e non già di concessione di credito. I prodotti che permettono di espandere in via indiretta il credito devono quindi essere appetibili a queste tipologie d'investitori. Come la crisi del 2008 ha chiaramente mostrato, requisiti essenziali sotto questo profilo sono la trasparenza e la standardizzazione degli strumenti utilizzati.

In assenza di trasparenza e standardizzazione, gli investitori istituzionali che sono tipicamente lontani - sia fisicamente sia economicamente - dall'originatore del credito, non possono ragionevolmente essere in grado di comprendere, apprezzare e confrontare

adeguatamente *asset* che, pur appartenendo alla stessa classe, sono originati in valute diverse e in località differenti.

In termini generali, la standardizzazione è favorita dalle grandi società di revisione dei bilanci, che certificano la correttezza della rappresentazione della situazione economica-patrimoniale dell'azienda, e dalle agenzie di rating (CRA), che rilasciano un parere sul rischio di credito dello strumento utilizzando metodologie uniformi a livello globale

Quello dell'effettività del rating espresso dalle CRA è tuttora assai sensibile e oggetto di una continua revisione regolamentare. Nonostante i regolatori chiedano di non affidarsi troppo alle CRA (e le banche sostengano di non utilizzarle nell'esercizio del credito), gli investitori istituzionali che operano sui mercati internazionali non possono farne a meno, pena una drastica riduzione del ventaglio di opportunità di investimento in titoli di debito.

Al requisito di standardizzazione dello strumento finanziario si aggiunge poi la necessità per gli investitori e per le banche di operare all'interno di un quadro regolamentare ben definito e armonizzato fra paesi.

Va infine ricordato che sui mercati finanziari operano investitori interessati a orizzonti temporali diversi (dagli *hedge funds* ai fondi pensione) e a differenti combinazioni di rischio/rendimento; e che per tutte queste categorie di investitori è fondamentale la questione dello strumento. Quest'ultima viene misurata attraverso vari indicatori (dallo *spread bid-ask* alla "profondità" del mercato in questione) ed è intesa come la facilità di trovare un compratore senza subire perdite di valore. In caso di strumenti

illiquidi, il premio richiesto dagli investitori, e dunque indirettamente alle aziende che chiedono credito, può essere così alto da scoraggiare ogni forma di intermediazione.

Un buon sistema di intermediazione basato sul mercato dovrebbe dunque rispondere a tutte queste esigenze.

a) Il caso dei minibond

I minibond, istituiti con decreto legge 83/2012 dal governo Monti, sono sostanzialmente *corporate bonds*, emessi in genere da una singola PMI, con un orizzonte temporale non inferiore ai trentasei mesi. Nel periodo che va dal novembre 2012 al dicembre 2013, in Italia si sono registrate circa venti operazioni di questo tipo per un totale di quasi €6 miliardi¹⁴. Essi rappresentano un primo interessante tentativo di far accedere direttamente le PMI ai mercati finanziari, alcuni loro limiti appaiono tuttavia evidenti.

Per come sono stati strutturati finora, i minibond non sono infatti appetibili alla maggior parte degli investitori del mercato finanziario internazionale in quanto mancano infatti dei requisiti di standardizzazione ma, soprattutto, non sono emessi in volume sufficiente ad essere reputati interessanti, inoltre sono sostanzialmente illiquidi¹⁵, poichè privi di un attivo mercato secondario (che si sviluppa solo in presenza di un flusso significativo e sistematico di emissioni).

¹⁴ Quasi tutti gli emittenti sono società di medio/grande dimensione in Italia. Nei primi tre mesi del 2014 sono avvenute altre cinque emissioni per un importo medio di €16 milioni da parte di piccole e medie imprese. (Banca d'Italia, Maggio 2014) .

¹⁵ Gli strumenti preferiti per acquistare minibond risultano essere Fondi Chiusi Specializzati, quindi investitori di medio-lungo periodo.

Al contrario, il sistema delle cartolarizzazioni può essere organizzato in modo da essere abbastanza liquido per gli investitori e quindi alimentare un mercato secondario si tenga inoltre presente che se le banche usassero la tecnica della cartolarizzazione, il loro fabbisogno di capitale si ridurrebbe significativamente, in quanto la nuova normativa vigente prevede una *retention* del solo 5% dell'importo cartolarizzato. Facendo riferimento ai dati presentati nella prima parte,¹⁶ se si capitalizzasse esclusivamente la tecnica della cartolarizzazione, a fronte dei nuovi €4 trilioni di finanziamento alle imprese, il fabbisogno di capitale delle banche potrebbe essere non già di €330 miliardi ma (con *retention* del 10%) di soli €40 miliardi, con un notevole vantaggio in termini di reperibilità.

b) Il caso delle cartolarizzazioni

Il sistema delle cartolarizzazioni nella sua forma più semplice¹⁷ prevede un originatore di crediti (tipicamente la banca) e un veicolo speciale (*Special Purpose Vehicle, SPV*) cui è trasferita la proprietà dei crediti stessi. Per finanziarsi il veicolo speciale emette a sua volta titoli di debito garantiti dai suoi attivi creditizi (*Asset-Backed Securities, ABS*), che vende a investitori con vari livelli di propensione al rischio. Diversi processi ancillari accompagnano la cartolarizzazione dei crediti: dal continuo monitoraggio della qualità degli *asset* stessi e dei relativi cash flow (*servicing*) ai contratti di *swap* necessari a convertire i flussi di cassa degli *underlying asset* nei flussi di cassa richiesti dagli investitori.

¹⁶ Cfr. sez. 1 "Il *Funding Gap*".

¹⁷ *Cash securitisation*.

Prima ancora di esaminare se la cartolarizzazione può rappresentare un buon sistema di credito basato sul mercato, è opportuno riflettere sul ruolo delle cartolarizzazioni nella crisi finanziaria globale del 2008.

Ad esempio, nel periodo che va da luglio 2007 al terzo trimestre 2013, il tasso di default delle prudenti cartolarizzazioni europee basate su collaudati prodotti di credito al consumo (mutui, carte di credito, finanziamenti vari) è stato dello 0,05%¹⁸. Quello statunitense, che comprendono cartolarizzazioni basate sui *mutui subprime*, è stato invece del 18,4%¹⁹.

Questa differenza abissale merita una spiegazione. Anche il mercato delle cartolarizzazioni USA pre-crisi era stato, infatti, caratterizzato da bassi tassi di default, tanto che questo mercato negli ultimi anni era considerato di una qualità talmente elevata da potersi finanziare sul mercato monetario e da attrarre su di esso enormi fondi dai grandi investitori istituzionali.

La prima responsabilità della crisi è stata attribuita alle cartolarizzazioni di crediti che si sapeva anticipatamente difficilmente sarebbero stati rimborsati (tanto da essere qualificati *ex-ante* come *sub-prime*). Il fatto che la cattiva qualità dei debitori fosse potenzialmente bilanciata dall'incremento del valore dell'immobile a garanzia aveva generato la falsa impressione che il credito, pur scadente nelle qualità sostanziali, fosse comunque ben garantito e quindi capace di far recuperare facilmente l'ammontare²⁰.

¹⁸ Migliore quindi di quello medio sui prestiti.

¹⁹ (*Bank of England; European Central Bank, May 2014*).

²⁰ Alta probabilità di default (PD) e minima perdita in caso di default (LGD).

Tutti sono stati accusati di aver confidato nella sostenibilità di tale fenomeno: la teoria base della moderna finanza che considera il rischio come una quantità misurabile e diluibile con una distribuzione su vari prodotti, le autorità di controllo, le banche, la *securitisation* a livelli multipli (i celebri CDO³ sintetici che rendevano irriconoscibile il vero rischio sottostante) e infine le agenzie di rating (CRA) su cui molti investitori finali si appoggiavano. A tutto ciò si aggiunse l'estrema trasformazione delle scadenze (mutui finanziati con depositi a vista). Il primo scricchiolio dei crediti *sub-prime* sottostanti ha generato un panico tale da bloccare i mercati di tutti le tipologie di ABS, anche quelle più collaudate che avevano come sottostante le carte di credito, i crediti al consumo, i prestiti agli studenti. Solo l'immediato intervento della Fed su tali mercati, che ha sostituito con la propria liquidità quella degli investitori in fuga, ha impedito un vero e proprio collasso istantaneo dell'intero mercato finanziario internazionale.

In secondo luogo, la crisi è stata, almeno nella sua prima fase, una crisi di liquidità, causata da un sistema finanziario fuori controllo che, oltre a un uso spropositato della leva finanziaria (che dava minima stabilità strutturale a tutti gli enti (intermediari e veicoli) coinvolti, impiegava anche tecniche di trasformazione delle scadenze portate all'estremo, attraverso le quali portafogli di titoli a lungo termine erano finanziati da titoli a brevissima scadenza (in alcuni casi su mercati *overnight*)²¹.

Infine, un'altra causa della crisi è stata individuata nel cambiamento di modello di business delle banche: da un modello *originate-to-hold* (OTH) a un modello *originate-to-distribute* che ha causato un disallineamento d'interessi fra l'originatore dei crediti

²¹ Ad esempio il caso dei SIV (*Structured Investment Vehicle*)

e l'investitore finale, sottoscrittore delle obbligazioni garantite dai crediti stessi. Mentre nell'OTH la banca (originatore) conserva interessi economici nel credito che eroga (e che rimane nel proprio bilancio) ed è dunque incentivata a condurre un'approfondita e continua analisi di rischio del credito, nell'OTD l'originatore, nel giro di pochi mesi, trasferisce interamente il rischio sull'investitore finale, che non è sempre in grado di valutare adeguatamente un prodotto tendenzialmente opaco. Per ovviare a questo problema, la nuova legislazione introduce il cosiddetto *skin-in-the-game*: l'originatore mantiene obbligatoriamente nel proprio bilancio il 5% dei crediti dell'ABS ceduto (*retention*), re-introducendo così un incentivo a condurre un'analisi del rischio prudente e a proseguire nella funzione di monitoraggio.

Con la nuova regolamentazione proposta, il processo di cartolarizzazione tenderebbe ad allinearsi verso un orizzonte "*self-liquidating*", ossia gli interessi e il montante dell'asset corrisponderebbero grossomodo a interessi e montante dell'ABS²².

Rimane però aperto il quesito se sia possibile riproporre un sistema di intermediazione creditizia basato su una buona cartolarizzazione. A questo proposito, il recente documento della *Bank of England* e della Banca Centrale Europea²³ sembra segnare una tappa risolutiva, rompendo meritoriamente, a mio giudizio, i tabù rappresentati dalle espressioni di "finanza strutturata", "*shadow banking*" e "economia di carta" di cui la stampa si è nutrita negli ultimi anni. Tale documento mette in evidenza tutti gli elementi che una "*qualifying securitisation*" dovrebbe osservare per poter essere

²² (*Bank of England; European Central Bank, May 2014*).

²³ (*Bank of England; European Central Bank, May 2014*).

appetibile al mercato e si spinge a individuare proposte di modifica di regolamenti che nessun altro attore potrebbe proporre con altrettanta forza.

Sotto il profilo del capitale, nel nuovo quadro regolamentare (all'interno del quale andrebbe a configurarsi la "*qualifying securitisation*"), è evidenziato che la banca, cartolarizzando i crediti, deve trasferire definitivamente la proprietà allo SPV, liberando così temporaneamente capitale da allocare a nuove attività creditizie\produttive. Anche per quanto riguarda la trasparenza e la standardizzazione, i nuovi regolamenti introdurranno rilevanti migliorie rispetto al passato. In particolare, gli originatori dovrebbero soddisfare standard minimi di analisi del rischio di credito; corredare il prospetto degli ABS con informazioni granulari sui crediti sottostanti all'ABS; ricevere un rating da agenzie di rating accreditate; essere qualificati per continuare a svolgere il *servicing*.

Gli investitori dunque, a differenza di quanto avviene nel mercato dei minibond, potranno potenzialmente trovare un mercato in cui sono scambiati prodotti strutturati (ma da cui si può facilmente risalire alla storia del credito sottostante), standardizzati e con rating di agenzie accreditate. Per un investitore operante in mercati finanziari globali, la standardizzazione e la trasparenza rappresentano sicuramente due requisiti fondamentali²⁴. Infatti, invece di istituire internamente (a costi probabilmente proibitivi) l'equivalente di un ufficio crediti di una banca per analizzare (e monitorare nel continuo) la rischiosità degli ABS²⁵, l'investitore può affidarsi direttamente alle banche che mantengono il ruolo di *servicing* e che hanno già sia l'esperienza sia la

²⁴ Cfr. sez. 2.

²⁵ Ad esempio, un ABS può essere costituito dalla cartolarizzazione di crediti elargiti a PMI geograficamente distanti dall'investitore, causando un'ovvia difficoltà a reperire dati sulle aziende in questione.

necessaria infrastruttura dislocata sul territorio. È evidente come questo processo comporti economie di scala vantaggiose a entrambe le controparti (banche e investitori).

In più, proprio a causa del procedimento di cartolarizzazione che crea gli ABS (l'aggregazione di *asset* differenti), quest'ultima sfrutta naturalmente i benefici della diversificazione dei rischi e si presta facilmente al *tranching*, per cui il portafoglio viene "tagliato" per classi di rischio di credito (principalmente attraverso classi di privilegio in caso di default)²⁶, di durata (raggruppando i flussi di cassa per periodi di scadenze diversificate) o di valuta. Infine, attraverso una combinazione di *tranching* e *structuring* (cioè la trasformazione dei flussi di cassa del portafoglio per classi di rischio e durata) si possono creare titoli completamente nuovi²⁷ ed adatti alla diversa propensione per il rischio degli investitori.

Nonostante le potenzialità di una cartolarizzazione semplice e trasparente ben evidenziate dal paper congiunto di BCE e BoE, alcuni ostacoli impediscono per ora la (ri-)nascita di un mercato europeo delle cartolarizzazioni.

1. Sotto il profilo normativo, i *risk-weights* di Basilea III per le cartolarizzazioni sono stati concepiti durante la fase più acuta della crisi e risultano dunque eccessivamente punitivi delle cartolarizzazioni e ri-cartolarizzazioni di crediti di buona qualità²⁸.

²⁶ per cui le perdite vengono prima coperte dalla classe più junior e poi via via allocate alla classe superiore in caso le perdite superino la capacità di assorbimento della precedente

²⁷ Titoli sintetici.

²⁸ Il documento BCE e BoE si fa promotore delle necessarie modifiche.

2. La nuova regolamentazione proposta è inoltre troppo orientata verso la semplificazione del meccanismo di cartolarizzazione, impedendo di fatto qualsiasi tipo di ri-cartolarizzazione e diminuendo quindi significativamente le possibilità di aumentare le dimensioni e la frequenza delle emissioni (e quindi accedere a un più ampio mercato di investitori).

Infine, a mio giudizio, il percorso delineato per la “*qualifying securitisation*” non prende in considerazione a sufficienza l’ostacolo principale allo sviluppo di un mercato di questi strumenti: la liquidità. Infatti, come per i minibond, le emissioni di ABS di un solo emittente sono caratterizzate da operazioni singole che non raggiungono una dimensione rilevante e non garantiscono un flusso sufficiente per dimensione e continuità. Il problema chiave è quindi la liquidità dei titoli, che è causata dall’assenza di un mercato secondario per gli ABS.

La proposta per risolvere il vincolo della liquidità: una “*qualifying re-securitisation*”

I principali documenti sulle cartolarizzazioni sono, a mio giudizio, tre: quello dello IOSCO (2010) sulla trasparenza (dei prodotti cartolarizzati); quello del segretariato PCS (marzo 2013) che dà grande evidenza alla *securitisation* come soluzione al *Funding Gap*; e quello, sicuramente con potenziale di maggiore impatto, di BCE e BoE (maggio 2014), che esamina quasi tutti i problemi della *securitisation* e ne evidenzia anche soluzioni di tipo regolamentare.

Tuttavia, nessuno di questi documenti analizza a fondo la questione della liquidità dei mercati dei titoli di debito e dunque anche dei mercati dei titoli cartolarizzati (ABS e CDO), che sono a ogni effetto “*non-equity*” o “*debt securities*”.

* * *

In anni passati, in Italia il tema è stato approfondito prima in occasione della costruzione del MTS e poi con le discussioni promosse dalla Consob per la predisposizione della MiFID I, del TUF e più di recente della MiFID II, sotto la denominazione di “*trasparenza dei mercati secondari non-equity*”, tuttora oggetto di lavoro nei gruppi IOSCO e nella consultazione EBA.

Il dibattito verte sulla microstruttura del mercato secondario dei titoli di debito e in particolare sulla questione se la trasparenza del mercato (in termini di informativa sui prezzi in fase *pre-trade* e *post-trade*) sia, di fatto, in contrasto con la sua liquidità. L'argomento poggia sulla natura di questo mercato secondario, caratterizzato dalla presenza di grandi intermediari in proprio (*dealer*), i quali reclamano che la trasparenza *pre-trade* (*competitive firm offers*) e *post-trade* (*immediata disclosure*) metterebbe in luce la loro strategia individuale e quindi incentiverebbe i concorrenti ad adottare contro di loro comportamenti competitivi, che consentirebbero di dedurre dalla *trade transparency* la loro posizione finanziaria e di sfruttarla aggressivamente.

Quest'antico problema ha avuto un momento di grande notorietà grazie al celebre caso di una grandissima banca internazionale entrata in conflitto con il MTS e altri mercati organizzati di titoli di stato. Il tema rimane comunque più rilevante in Italia (in cui è sviluppato un fortissimo mercato di titoli di stato e di *corporate bond* bancari aperto al

retail), che non in Europa, dove la presenza prevalente di operatori all'ingrosso rende meno necessaria la tutela dei piccoli investitori.

Resta il fatto che gli ultimi 20-25 anni (dalla creazione di MTS e dei mercati telematici) hanno mostrato come il mercato secondario del debito, essendo un mercato di *dealer*, ha, in termini di liquidità degli strumenti, esigenze di funzionamento particolari.

Nello specifico, è utile disporre di un gruppo di *primary dealers* disposti ad acquistare grandi quantità di titoli obbligazionari per poi rivenderli ai grandi investitori istituzionali, che sono interessati a una varianza del *return* (interessi e *capital gain*) minore di quella dei titoli azionari e dipendente in grandissima parte dalle attese delle variazioni dei tassi di interesse e dei cambi (cioè da variabili poco dipendenti dall'emittente dei titoli) e molto meno da variazioni del rischio di credito del singolo titolo.²⁹

Solo se gli scambi correnti sul mercato sono di ammontare sistematicamente consistente, il gestore del portafoglio si assumerà il rischio di prendere una posizione che, prima o poi, dovrà liquidare per aggiornare il suo portafoglio a future condizioni del mercato.

La quantità e la continuità delle emissioni sono quindi elementi essenziali e la prova migliore è stata la politica di emissione del debito pubblico italiano all'inizio degli anni '90, caratterizzata da una riduzione e standardizzazione del numero di emissioni (per

²⁹ Si pensi, ad esempio, al gestore di un portafoglio obbligazionario che deve ottimizzare il ritorno tenendo conto del rischio paese, del rischio emittente, del rischio valuta e infine della cedola. Tipicamente, gli asset obbligazionari sono ripartiti per classi di durata (vita media), di rating (rischio di credito), di valuta e infine di tasso.

ridurre la frammentazione tipologica) e da una programmazione e continuità delle emissioni (per dar modo al mercato di conoscere in anticipo i flussi su cui contare)³⁰.

In sintesi, un titolo di debito sviluppa un buon mercato secondario se la sua offerta sul mercato primario è standardizzata e di volume consistente e continuo e dunque prevedibile e affidabile per gli investitori finali e per quegli investitori di breve periodo che sono gli intermediari (*dealers o market makers*).

Di conseguenza, la *securitisation* dei crediti potrebbe diventare una valida soluzione solo se si riuscisse a organizzare un'emissione dai titoli di flusso consistente e continuo, il contrario cioè della situazione attuale dei minibond e delle cartolarizzazioni fatte.

La mia proposta è dunque quella di cercare di sviluppare un mercato secondario sufficientemente liquido ricorrendo a una tecnica tipica dello *shadow banking* e cioè la ri-cartolarizzazione, unica tecnica che rende possibile arrivare a emissioni di grandi dimensioni. Per fare ciò serve un grande Aggregatore, che compri nel mercato primario ABS e si finanzi con operazioni di ri-cartolarizzazione, attraverso cui gli ABS sono a loro volta ricompattati in titoli di debito (ABS di “secondo livello” o *Collateralized Debt Obligation*, CDO) da vendere sul mercato europeo e internazionale in grande quantità e continuità. Dovendo questi ABS di “secondo livello” essere basati su un pool accuratamente diversificato ma assolutamente trasparente di ABS (a loro volta basati su un pool diversificato di crediti di buona qualità), questi ABS di “secondo livello” sarebbero radicalmente diversi dai CDO pre-crisi, che in maniera opaca combinavano crediti buoni con crediti pessimi.

³⁰ Il Tesoro italiano ha imparato a gestire queste variabili con una professionalità internazionalmente riconosciuta.

Nello specifico, i più comuni errori nel creare i CDO pre-crisi sono stati causati da imprecisioni nelle stime dei parametri del modello di riferimento, sostituzione di rischio sistemico con rischio idiosincratico (diversificabile) ed errata assunzione di bassa correlazione fra *asset* diversi (es. i mutui *subprime*). Nel nostro caso, un emittente centralizzato e regolato (l'Aggregatore) dovrebbe evitare questi comportamenti errati.

Idealmente, almeno in una prima fase, l'Aggregatore dovrebbe essere un unico soggetto che emette titoli di debito (CDO) di varia durata e di diverse caratteristiche, garantiti dai crediti nei confronti del complesso delle imprese locali (es. imprese italiane) a imitazione (e con metodi analoghi) del Tesoro che emette titoli del debito garantiti dalla generalità del paese. Inoltre, tramite *tranching* e *structuring* il rischio potrebbe essere gestito per essere concentrato in titoli junior che potrebbero essere acquistati o da consorzi delle banche coinvolte (eventualmente con agevolazioni fiscali come quelle usate per le *bad banks*) o da soggetti pubblici nell'interesse del paese come avviene in Germania (KWF), Francia (*Caisse des Dépôts et Consignations*) e USA (*Fannie Mae*).

Conclusioni

E' necessario accettare che nel mercato finanziario moderno la pura e tradizionale intermediazione bancaria non è più sufficiente, poiché il risparmio mondiale si concentra sempre più in grandi investitori internazionali che operano con le logiche dei mercati, su cui si negoziano titoli la cui liquidità è data dall'esistenza di mercati secondari efficienti e la cui "qualità" dovrebbe essere certificata dalle grandi agenzie di rating e di revisione di bilanci.

Lo sviluppo finanziario negli ultimi venti anni ha dimostrato la potenza dell'intermediazione svolta sul mercato internazionale dei capitali e, subito dopo, la rischiosità di non controllarla adeguatamente. La difficoltà di controllo del fenomeno non è però diversa da quella collegata allo sfruttamento delle energie naturali, cui non si può rinunciare solo a causa della difficoltà di controllarle fino a dar loro una forma adatta ai nostri usi. Negli USA si è ammesso francamente che il fenomeno dello *shadow banking* (*tranching* e *structuring multilevel* e intermediari non regolati) era sfuggito al sistema di regolamentazione e si sta cercando di rimediare ma non di evitarlo.

Non bisogna dimenticare, infatti, che è indubbio che durante la crisi numerosi ABS abbiano fatto default, ma è anche vero che tanti hanno performato bene. Dobbiamo convincerci che non possiamo più affidarci esclusivamente al nobile modello "depositi delle famiglie/impieghi alle imprese" per finanziare lo sviluppo dell'EU (e quindi anche del nostro paese) lasciando così in ombra la parte potenzialmente più importante del mercato finanziario e che dobbiamo studiare ed essere prudenti nello spingerci oltre i limiti della tradizionale intermediazione.

In un'ottica di costi/benefici, non sembra infatti ragionevole che gli investimenti in ricerca economico-finanziaria siano probabilmente solo una piccola frazione degli investimenti in ricerca scientifica (fisica, chimica, farmaceutica, ecc.) e che la mano pubblica vi partecipi tanto limitatamente. Un celebre economista (Shiller) lamentava di recente che "sappiamo troppo poco". Ebbene, siamo sicuri che abbastanza risorse siano destinate allo studio dei fenomeni della correlazione dei rischi in campo finanziario?

Finora i vari studi si sono concentrati principalmente sui rischi di credito e di mercato tipici delle banche, producendo il sistema dei *risk weights* e dei *ratios* patrimoniali contenuti in Basilea III. Sarebbe tempo di espandere le ricerche sui fenomeni di correlazione/de-correlazione nei portafogli di titoli di debito per sostenere più adeguatamente l'utilizzo degli strumenti di finanziamento di mercato.

Giuseppe Zadra

luglio 2014

Bibliografia

Banca d'Italia. (Maggio 2014). *Relazione Annuale anno 2013*.

Bank of England; European Central Bank. (May 2014). *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*.

Deloitte. (2012). *Capital gain, asset loss*.

European Banking Authority, EBA. (September 2012). *Results of the Basel III monitoring exercise based on data as of 31 December 2011*.

Federal Reserve Bank of New York. (2010). *Shadow Banking*.

IMF. (October 2012). *Global Financial Stability Report*.

IOSCO. (2010). *Transparency of Structured Finance Products*.

PCS Secretariat. (March 2013). *Europe in transition*.

Zadra, G. (Dicembre 2012). *Lo Shadow Banking System: un potenziale nuovo canale di finanziamento da regolare*. *Bancaria*.

PARTE II

SUPERARE IL VINCOLO DELLA LIQUIDITÀ DEGLI ABS ATTRAVERSO UNA RI-CARTOLARIZZAZIONE TRASPARENTE (“QUALIFYING RE-SECURITISATION”)

Indice parte II

Introduzione	1
Schema operativo di un sistema di cartolarizzazione a due livelli.....	4
I livello	4
1.1 Emissione dei crediti e relativa cessione al “veicolo speciale”	4
1.2. Caratteristiche del “veicolo speciale”	4
1.3. Caratteristiche degli ABS del “primo livello”	5
Il livello.....	7
2.1 Funzione del “veicolo speciale” di secondo livello.....	8
2.2 Ruolo del promotore	8
2.3. Caratteristiche degli ABS del “secondo livello”	10
Problema nominalistico	12

Introduzione

L’obiettivo di questo documento è illustrare come un sistema di cartolarizzazione a due livelli possa aumentare la liquidità degli strumenti ABS in Europa.

Un sistema di cartolarizzazione a due livelli prevede, inizialmente, un primo ciclo di trasformazione dei crediti con la creazione di cartolarizzazioni di “primo livello” (garantite dai crediti) e, successivamente, un secondo ciclo con la creazione di cartolarizzazioni di “secondo livello” (garantite dagli ABS di “primo livello”).

Nella prima fase, i crediti erogati dalle banche alle imprese sono trasferiti a “veicoli speciali di primo livello” che, a fronte dei crediti ceduti, emettono ABS di “primo livello”. Questi ABS saranno poi vendute al “veicolo speciale di secondo livello” (predisposto da un promotore), dando il via al secondo ciclo del meccanismo. Le imprese debentrici resterebbero estranee al processo, ancorché parzialmente coinvolte dal cambiamento di creditore (dalla banca al veicolo speciale di “primo livello”)³¹.

Nella seconda fase, il “veicolo di secondo livello” cartolarizza gli “ABS di primo livello” (acquistati dai “veicoli speciali di primo livello”) ed emette “ABS di secondo livello”.

Nel nostro caso, un ABS che rappresenti un portafoglio di ABS può essere utile se mette in evidenza le caratteristiche degli ABS sottostanti. Ciò è possibile solo se dà la massima evidenza alle caratteristiche comuni e uniformi del sottostante. Questa necessità di chiarezza dovrebbe costituire l'essenza della funzione del promotore del veicolo di secondo livello, che dovrebbe arrivare fino a "imporre" alle banche (organizzatori e promotori dei veicoli di primo livello) le caratteristiche comuni che secondo lui richiamano l'interesse del mercato.

Se il "veicolo di secondo livello" investirà esclusivamente in ABS semplici e se tutto il sistema (i vari veicoli di primo livello e il veicolo di secondo livello) utilizzerà la stessa infrastruttura legale/fiscale, gli ABS di secondo livello non potranno essere considerati sostanzialmente diversi da quelli di primo livello. In questo senso, essi avranno la funzione di aggregatore (e/o di lente) e serviranno esclusivamente a dare sostanza e corpo a un'emissione dalle caratteristiche e dai volumi richiesti dal mercato.

Schema operativo di un sistema di cartolarizzazione a due livelli

I livello

permettendo dunque di distribuire i costi fissi sui vari veicoli creati da tutte le banche italiane interessate al progetto. Si può ipotizzare che ogni veicolo speciale acquisti crediti verso un numero standardizzato (es. cinquanta) d'impresse clienti della banca e possa essere replicato per operazioni modulari e successive.

Uno schematico stato patrimoniale di un "veicolo speciale" sarà caratterizzato, dal lato degli impieghi, dai crediti acquistati dalle banche (*originator*)³² e, dal lato delle passività, dai debiti verso i sottoscrittori degli ABS (garantiti dai crediti cartolarizzati). Questi ABS di "primo livello" saranno poi venduti al veicolo speciale di secondo livello e i flussi finanziari prodotti dalle attività cedute saranno usati per pagare i veicoli speciali di primo tipo che li hanno ceduti.

1.3. Caratteristiche degli ABS del "primo livello"

Per risolvere il problema della trasparenza del rischio di credito e quindi dell'affidabilità del prodotto, gli ABS di "primo livello" dovranno rispettare alcuni requisiti minimi³³:

1. Struttura. La cartolarizzazione che crea gli ABS di "primo livello" dovrebbe rappresentare una "*true sale*" e cioè trasferire i crediti dalla banca (*originator*) al veicolo speciale secondo i seguenti termini: il trasferimento (*i*) deve essere opponibile a terzi; (*ii*) non deve essere effettuato sinteticamente per mezzo di derivati; (*iii*) deve essere "*beyond the reach of the seller, its creditors or liquidators*".
 - a. I crediti cartolarizzati devono essere basati su tassi d'interesse di comune utilizzo sui mercati; non devono far quindi ricorso a formule complesse o a prodotti derivati.
 - b. I crediti trasferiti al veicolo speciale non devono essere in sofferenza; dovrebbero inoltre essere "*self liquidating*", ossia non ricorrere a prestiti futuri o a vendite per ripagare interessi e montante.

³² Per un numero standardizzato di crediti (cinquanta nell'esempio precedente).

³³ (*Bank of England; European Central Bank, May 2014*).

- c. Dovrebbe inoltre essere possibile prevedere la possibilità di utilizzare i *bridge loans* per collegare la necessità della banca che cede i crediti contro un “reale” incasso con l’effettiva possibilità del veicolo speciale di effettuare questo pagamento solo al momento in cui riceve il pagamento a fronte degli ABS venduti.
2. Trasparenza. La granularità delle informazioni sulla storia economica e creditizia delle imprese³⁴ (aggiornate su base mensile/trimestrale)³⁵ dovrebbe garantire la trasparenza del prodotto³⁶. Per una prudente analisi del rischio, la cartolarizzazione dovrebbe riportare il valore nominale, l’ammontare e la scadenza degli interessi, commissioni e spese varie. A questo proposito, si dovrà far riferimento alle informazioni essenziali previste nella “*Prospectus Directive*”.
 3. Standardizzazione. La standardizzazione del “veicolo speciale”³⁷ e del processo di cartolarizzazione dovrebbe rendere facilmente comparabili ABS di “primo tipo” emessi da differenti veicoli.
 4. Affidabilità e prevedibilità dei ritorni. La diversificazione della tipologia dei crediti sottostanti (con un tetto massimo di concentrazione settoriale o geografica) assieme all’omogeneità della durata dei crediti dovrebbe generare flussi di cassa sufficientemente affidabili e prevedibili per i detentori dei titoli. A tal fine non dovranno sussistere impedimenti a contratti di *swap* necessari ad armonizzare i flussi di cassa.
 5. Tranching, miglioramento della qualità del credito. Gli ABS di “primo livello” dovranno poter essere facilmente “tagliati” per classi di rischio con netta separazione fra

³⁴ Alcuni auspicano la possibilità di accedere ai dati storici delle varie tipologie di *credit bureau* (incluse le centrali rischi).

³⁵ A cura della banca cedente nella funzione di *servicer*.

³⁶ Per completare il quadro dovrebbero essere previsti particolari accordi con le CRA esterne sulle metodologie utilizzate.

³⁷ A cui si può aggiungere eventualmente la standardizzazione dei meccanismi di *credit enhancement* utilizzabili.

segmenti *junior*, *mezzanine* e *senior*, rendendoli chiaramente identificabili dall'acquirente veicolo di secondo livello.

6. Credit enhancement. Come il sistema dello *Shadow Banking* ha messo in luce, il *credit enhancement* (che è una parte essenziale del processo di cartolarizzazione) può essere condotto in due modalità principali e cioè attraverso una garanzia diretta o indiretta.
 - a. Garanzia diretta. La garanzia diretta può essere ottenuta per mezzo di una garanzia esplicita (ad esempio dal Fondo Centrale di garanzia o SACE) o attraverso una vera e propria garanzia assicurativa³⁸.
 - b. Garanzia indiretta. La garanzia indiretta può avvenire tramite *i)* segmentazione (*tranching*) degli ABS per classi di default subordinate (classi *junior*, *mezzanine* e *senior*) o *ii)* copertura mediante CDS

Il livello

Nella seconda fase, un soggetto promotore e di fatto il “regista dell'intero progetto” (es. una combinazione di grandi banche e un ente pubblico)³⁹ crea un veicolo speciale di “secondo livello” che sarà specializzato nell'acquisto sul mercato di ABS *senior* del “primo livello” e non già direttamente dei crediti dalla banca originatrice. Questo nuovo veicolo, analogamente al “veicolo speciale” della prima fase, trasforma i flussi di cassa delle attività acquistate in flussi di cassa corrispondenti alle scadenze degli ABS di “secondo livello” che saranno ceduti al mercato.

³⁸ Si veda il caso delle assicurazioni *monoliner*.

³⁹ In questa sede non si esamina la natura del promotore. In astratto la sua struttura è lasciata al mercato. In realtà, per iniziare a costruire questo sistema e per dare al mercato internazionale immagine di stabilità sembrerebbe opportuno coinvolgere istituzioni pubbliche.

2.1 Funzione del “veicolo speciale” di secondo livello

Il veicolo speciale di secondo livello, creato dal soggetto promotore, compra dai veicoli speciali di “primo livello” ABS *senior* di primo livello e per finanziarsi emette nuovi ABS (ABS di “secondo livello”), cartolarizzando in maniera standardizzata un numero costante (es. cinque o dieci) di ABS del “primo tipo” in un nuovo titolo di debito (e cioè in ABS del “secondo livello”). A differenza dei “veicoli speciali” del primo livello, il veicolo speciale del secondo livello avrà come obiettivo quello di garantire un flusso consistente e continuo di emissioni di titoli, in modo da facilitare la creazione di un mercato primario sufficientemente “fluido”. In questo potrebbe essere utile che si assicuri la collaborazione di un gruppo di “*primary dealers*”. Il modello da imitare dovrebbe essere la politica di emissione del Tesoro italiano agli inizi degli anni '90.

Come per il caso del veicolo speciale del “primo tipo”, anche il veicolo speciale del “secondo tipo” dovrà utilizzare un’infrastruttura legale/fiscale standardizzata che contribuirà a dare trasparenza alle sue emissioni e sarà del tutto coerente con la struttura delle operazioni del primo livello.

2.2 Ruolo del promotore

Il promotore del veicolo di secondo livello dovrebbe produrre con sistematicità e ripetitività l’emissione di “ABS di secondo livello” affinché essi siano considerati dal mercato come serie successive di emissioni dello stesso soggetto, omogenee nella struttura legale e fiscale e nelle principali caratteristiche finanziarie.

Ad esempio, un meccanismo di questo tipo potrebbe essere utilizzato sistematicamente per finanziare crediti agevolati per legge (e quindi standardizzati a livello originario): tutti i finanziamenti agevolati (L. sabatini) o garantiti da F.C.G, oppure finanziamenti *export financing* coperti da garanzia SACE e così via.

In tali casi, le banche che cedono questo tipo di credito avranno già organizzato le operazioni di finanziamento sottostanti sulla base dei requisiti imposti dalle varie leggi e quindi avranno minori difficoltà amministrative nel selezionarli. Inoltre, le stesse banche saranno già culturalmente predisposte a considerare come normale la cessione di un tale tipo di credito al veicolo speciale e a non considerarla come una “perdita” di un cliente o di un asset fruttifero di cui non è utile privarsi; timore che pare abbastanza diffuso all’interno delle reti commerciali delle banche stesse.

Un ulteriore esempio di crediti facilmente cartolarizzabili e poi aggregabili è quello dei mutui casa.

Risulta a questo punto evidenziata come la reale funzione del promotore del “veicolo speciale di secondo livello” sia il ruolo chiave di regista del sistema. Il suo obiettivo sarà duplice: da un lato, garantire al mercato un flusso continuo e costante di titoli considerati omogenei e quindi trattati come tali sul mercato secondario⁴⁰ (e quindi risolvere il problema della liquidità), e dall’altro assicurarsi che il sistema bancario gli fornisca in continuo ABS utilizzando un’infrastruttura legale/fiscale da lui stesso proposta e con le caratteristiche finanziarie da lui stesso richieste (e quindi risolvere il problema dell’affidabilità del prodotto), ad esempio:

- Durata
- Livello di rischio
- Tipo di tasso
- Tipo di *tranching*
- Storia creditizia
- Tipi di garanzie
- Impegni del *servicer*
- Concentrazione per settore e area geografica

S’insiste ripetutamente sull’aspetto legale/fiscale poiché esso rappresenta uno dei massimi costi (e una delle maggiori complicazioni) di ciascun’operazione di emissione di ABS,

⁴⁰ Per svolgere al meglio tale funzione potrebbe organizzare un gruppo di *primary dealers* con cui consultarsi.

coinvolgendo i legali dell'emittente, dell'acquirente, dei consorzi di banche, ecc. Unificare e standardizzare il tutto costituirebbe una fonte di economie di scala rilevante.

2.3. Caratteristiche degli ABS del “secondo livello”

All'interno del sistema di cartolarizzazione a due livelli, gli ABS di “secondo livello” assolvono una doppia funzione: da un lato garantiscono un'emissione di flusso consistente e continuo e dall'altro permettono di evidenziare le caratteristiche degli ABS di “primo livello” sottostanti.

- Sotto il profilo della struttura (come per gli ABS di “primo livello”), gli ABS di “secondo livello” non devono quindi far ricorso a formule complesse o a strumenti derivati di difficile comprensione; non devono prevedere livelli successivi di ri-cartolarizzazione.
- Sotto il profilo della trasparenza, la ri-cartolarizzazione che genera ABS di “secondo livello” dovrebbe riportare il valore nominale, l'ammontare e la scadenza degli interessi, commissioni e spese varie. A questo proposito, come per gli ABS di “primo livello”, si tratterebbe di ispirarsi alla “*Prospectus Directive*”.
- Ancor più che gli ABS del “primo livello”, gli ABS del “secondo livello” dovranno garantire una certa affidabilità e prevedibilità dei ritorni, tramite una diversificazione degli *underlying asset*⁴¹ ed eventualmente attraverso tecniche di *credit enhancement*.

Oltre alle garanzie sul rischio di credito, lo *shadow banking* ha fatto uso di garanzie contro il rischio di liquidità (*liquidity enhancement*), principalmente costituite da linee di credito e da operazioni di *swap* di valuta per accedere a diversi mercati.

Un altro aspetto rilevante da tenere in considerazione è la correlazione tra gli *asset* a garanzia degli ABS di “secondo livello”

A tal proposito, è utile, in prima istanza, fare un parallelismo con i CDO emessi in USA prima della crisi, che similmente agli ABS di “secondo livello” qui proposti sono un esempio di ri-

⁴¹ I crediti alle imprese nel caso di ABS del “primo livello” e gli ABS del “primo livello” nel caso di ABS del “secondo livello”.

cartolarizzazione. Una delle maggiori fragilità di quei CDO era infatti l'alto livello di correlazione tra gli *asset* poiché si trattava, nella maggior parte dei casi, di mutui *subprime*, cioè della stessa tipologia, erogati nella stessa area geografica. Per questo motivo, molti esperti statunitensi ritengono inaffidabili CDO basati su *asset* che presentano un'elevata correlazione al ciclo economico.

Dunque una caratteristica importante che dovranno avere gli ABS di "secondo livello" è rappresentata da una bassa correlazione tra gli *asset* a garanzia. In questo modo una reale diversificazione può ridurre la rischiosità complessiva dell'operazione. Su questo aspetto, un recente documento di ABI⁴² dimostra come la rischiosità delle piccole imprese è inferiore a quella delle grandi imprese. Infatti, i casi di default di queste ultime sono più correlati tra di loro di quanto non risulti per le piccole imprese, che invece hanno una elevata componente idiosincratca. Dunque, questa evidenza rappresenta un elemento a supporto dell'idea di poter costruire ABS di secondo livello utilizzando come garanzia proprio i crediti erogati a PMI.

⁴² Morelli P., (2012), "Verso Basilea 3. *Asset Correlation* e PMI: Evidenze da Stime su Dati Macro", TEF N. 6, Associazione Bancaria Italiana.

Problema nominalistico

Si dirà che (i) gli ABS di “secondo livello” sono, di fatto, CDO (*collateralized debt obligation*) e cioè titoli che hanno rappresentato il punto critico dello *shadow banking*; e che (ii) tutta la regolamentazione finora emessa (compreso il documento BCE e BoE del maggio 2014) ritiene di dover escludere la ri-cartolarizzazione dal novero della “*qualifying securitisation*”.

È opportuno chiarire che in questa proposta si pensa sì a una ri-cartolarizzazione, ma solo nel senso più volte ribadito di una ri-cartolarizzazione limitata al secondo livello, strumentale a consentire la sua funzione aggregatrice e a superare l’illiquidità delle emissioni singole e d’importo limitato di ABS di “primo livello”.

Non si sta quindi proponendo l’apertura a una ri-cartolarizzazione a livelli multipli (es. CDO³) che veramente impedisce la funzione di trasparenza (“di lente”) che qui invece le si attribuisce.

Tuttavia, per andare oltre i limiti della cartolarizzazione tradizionale è necessario l’impegno congiunto sia dei “regolati” sia dei “regolatori”: a fronte di ABS di “primo” e “secondo livello” improntati alla trasparenza e standardizzazione, il quadro regolamentare non può rimanere eccessivamente punitivo e guardingo a danno della (ri-)cartolarizzazione, almeno fino a che essa si limiti al secondo livello. Infatti, queste ri-cartolarizzazioni standardizzate di ABS standardizzati e trasparenti dovrebbero essere altrettanto trasparenti, comprensibili e misurabili sotto il profilo della rischiosità degli ABS di “primo livello”.

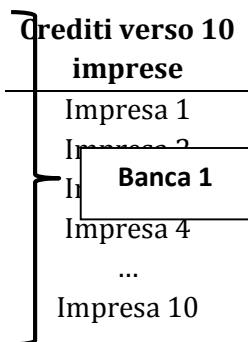
Il vero punto è che solo con questo meccanismo si può trasformare una pluralità di ABS di varia origine e dimensione (e pertanto illiquidi) in un flusso di emissioni continuo, regolare, gestibile e prevedibile e quindi idoneo a generare un mercato secondario continuo, fluido e liquido.

In sintesi, mentre la “*qualifying securitisation*” tende a risolvere il problema del rischio di credito (e in tale direzione sembra già ben avviata, specialmente dopo le indicazioni di BCE e

BoE), la “*qualifying re-securitisation*” qui proposta si propone di essere lo strumento adatto a risolvere il problema, altrettanto critico, dell’effettiva liquidità di questo mercato.

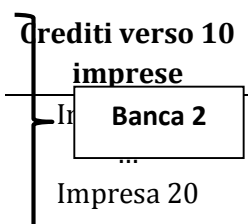
Giuseppe Zadra

luglio 2014



Veicolo 1

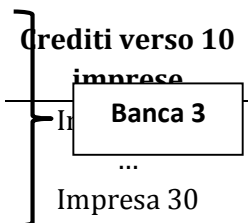
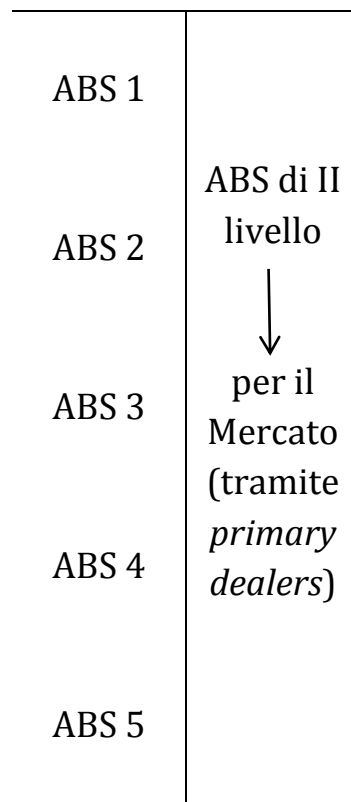
Crediti	ABS 1
Banca	
1	



Veicolo 2

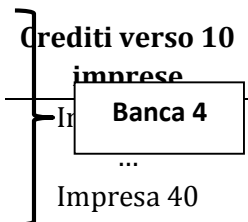
Crediti	ABS 2
Banca 2	

Veicolo di II livello



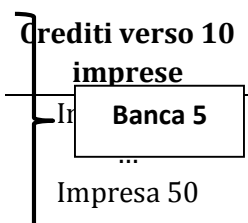
Veicolo 3

Crediti	ABS 3
Banca 3	



Veicolo 4

Crediti	ABS 4
Banca 4	



Veicolo 5

Crediti	ABS 5
Banca 5	