



BUSINESS ADMINISTRATION AND ACCOUNTING STUDIES

GUIDO GIOVANDO

L'OPERAZIONE DI *SECURITIZATION*

Analisi dei processi di rilevazione e di gestione



G. Giappichelli Editore

Inquadramento del lavoro e metodologia della ricerca

1. Inquadramento del lavoro

L'operazione di *securitization* comporta la cessione di alcune attività – *assets* – da parte di un ente denominato *originator*, solitamente una banca o un istituto finanziario, a una società appositamente creata, *Special Purpose Vehicle* (SPV), che si prefigge il compito di convertire tali *assets* in titoli obbligazionari e renderli cedibili sul mercato. L'operazione di *securitization* è nata e si è sviluppata dapprima negli Stati Uniti e solo successivamente in Europa.

Il tema è già stato affrontato e studiato in un mio precedente lavoro, del 2006, *La cartolarizzazione dei crediti* edito da Giappichelli.

Il contesto, da allora, però è profondamente cambiato sia dal punto di vista contabile sia dal punto di vista strutturale.

Dal punto di vista contabile sono stati adottati i principi contabili internazionali IAS/IFRS e hanno subito una profonda rivisitazione i principi contabili nazionali che dedicano, nel documento OIC 15 – *Crediti*, una parte specifica all'operazione di cartolarizzazione, modificando in maniera significativa la contabilizzazione dell'operazione.

Dal punto di vista strutturale nell'ultimo decennio stiamo affrontando, a livello sistemico, la presenza di una crisi congiunturale in quasi tutti i paesi del mondo.

Tutto questo ha comportato, con particolare riferimento all'Italia la crescita dei crediti deteriorati che si sono in questi anni accumulati nei bilanci delle banche.

L'intero mondo bancario è stato stravolto e ha dovuto ridisegnare alcune funzioni organizzative; oggi intere strutture di queste entità sono occupate nell'attività del recupero crediti.

Gli ultimi interventi della BCE sul piano della vigilanza prudenziale obbligano le banche ad attuare politiche di bilancio sempre più rigorose nella valu-

tazione dei crediti in portafoglio con la conseguenza di dover operare pesanti svalutazioni nei loro bilanci.

Tutto questo spinge sempre più ad una gestione dedicata dei crediti non *performing* mediante la cessione a soggetti professionali.

Una delle strade che anche il legislatore italiano ha delineato è stata la cartolarizzazione.

Infatti, con il D.L. 14 febbraio 2016, n. 18 con lo scopo di rilanciare l'impiego di operazioni di cartolarizzazione, il MEF è stato autorizzato a concedere garanzie sui titoli appartenenti alle tranches senior emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto portafogli di crediti qualificati come deteriorati secondo le disposizioni di vigilanza.

Le operazioni di cartolarizzazione hanno ripreso, quindi, una loro dimensione e un loro interesse.

Nel 2016 con la partecipazione di Cassa Depositi e Prestiti, di alcune banche e investitori istituzionali è stato costituito un fondo comune (Fondo Atlante) che ha dedicato il 30% delle proprie risorse all'acquisto di crediti non *performing*.

L'acquisto di crediti che il Fondo ha attuato è stato con una remunerazione pari al 30% del valore nominale.

La costituzione di un secondo fondo (Fondo Atlante II) per l'acquisto di Non Performing Loans – NPL e di titoli di tranches junior e mezzanine emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di crediti deteriorati ha evidenziato quanto sia l'impegno dedicato a questo tipo di operazioni.

L'*obiettivo del lavoro* è quello, partendo dal precedente studio, di sviluppare l'evoluzione normativa e contabile che la cartolarizzazione ha avuto in questi anni, con particolare riferimento all'Italia.

Nel contempo si vogliono analizzare ed evidenziare i vantaggi e le criticità che questo tipo di operazioni comporta.

La *motivazione* del presente lavoro è legata all'incremento dell'utilizzo dello strumento e alla necessità di disporre di uno studio attuale e aggiornato su tali operazioni; solo conoscendone tutti gli aspetti si possono individuare gli idonei strumenti per comprenderla e attuarla.

L'opera si articola in sei capitoli.

Il primo capitolo fornisce un inquadramento del processo di cartolarizzazione, analizzando la struttura dell'operazione e i soggetti che la attuano non limitandosi alle attività dell'*originator*, degli investitori e della società veicolo SPV, ma contemplando anche tutti quei soggetti che ruotano intorno ad essi, quali: l'*arranger*, la *società di rating*, il *servicer*, il *credit enhancer*, il *trustee*, la *merchant bank* e, infine, le tutele che possono essere messe in atto a tutela degli investitori.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi degli aspetti contabili nel bilancio dell'*originator*. In Italia, ai sensi della Legge 130/1999, qualunque entità economica può rivestire il ruolo di *originator* nell'ambito di un'operazione di *securitization*, pertanto la rappresentazione in bilancio può avvenire secondo differenti modalità.

La normativa offre due quadri normativi per la redazione dei bilanci: le disposizioni del Codice Civile con i principi contabili nazionali OIC e i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

L'obbligo di adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS emanati dallo IASB (*International Accounting Standard Board*), ai sensi della normativa comunitaria recepita in Italia, vige per le società quotate.

In precedenza, l'obbligo sussisteva anche per le società emittenti strumenti finanziari diffusi presso il pubblico, le banche e gli intermediari finanziari soggetti a vigilanza, le società assicurative quotate, mentre per quelle non quotate l'obbligo vigeva solo con riferimento al solo bilancio consolidato. Infatti, la Legge di bilancio 2019 (L. 132/2018) ha previsto che, a partire dal bilancio 2018, i soggetti elencati nel precedente periodo, i cui titoli non fossero quotati, potessero scegliere tra principi contabili internazionali e principi contabili OIC emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità.

Il terzo capitolo, invece, analizza lo *Special Purpose Vehicle* (SPV), soggetto fondamentale nell'operazione perché permette di separare gli attivi, oggetto di cartolarizzazione, dal bilancio dell'*originator*; in particolare viene analizzata in questo capitolo la predisposizione del bilancio dello SPV.

Il quarto capitolo affronta gli aspetti normativi, fiscali e informativi dell'intera operazione alla luce anche del recepimento del Regolamento UE 2017/2402 e delle circolari degli organi di vigilanza disposte da Banca d'Italia, Banca Centrale Europea e Consob.

Il quinto capitolo è stato affrontato il tema del rischio legato alla *securitization* e in particolare il rischio di credito, il rischio informativo, il rischio di tasso e il rischio liquidità.

Infine, nell'ultimo capitolo si sono riportati due casi reali al fine di dare un contributo aggiuntivo alla ricerca. Il primo caso riguarda trentotto banche che cartolarizzano i loro crediti in sofferenza. Il caso offre la possibilità di analizzare le fasi dell'operazione sotto i molteplici e variegati aspetti che una operazione di tale grandezza coinvolge. Il secondo caso ha affrontato e individuato tutta la *disclosure* relativa all'operazione inserita nel fascicolo di bilancio dell'*originator* che ha attuato una operazione di cessione di crediti derivanti da contratti di finanziamento.

2. Orientamento metodologico

La metodologia della ricerca ha compreso un'analisi della dottrina nazionale e internazionale in merito all'operazione di cartolarizzazione con l'obiettivo di dare una visione completa dell'attuale situazione sul punto per poi evolvere in considerazioni e interpretazioni personali sulla tematica.

In particolare, sono stati affrontati e analizzati una serie di problemi contabili dell'operazione, sia per quanto riguarda i soggetti che redigono i bilanci secondo il Codice Civile e i principi contabili nazionali, sia per i soggetti che redigono i bilanci secondo i principi contabili internazionali.

Per questi ultimi si è cercato di raccogliere e sviluppare le problematiche legate all'adozione, per questo tipo di operazione, del principio contabile IFRS 9 *Financial Instruments* entrato in vigore dal 1° gennaio 2018 in sostituzione dello IAS 39 individuando analogie e differenze con quelli nazionali sulla medesima tematica.

Successivamente si è cercato di affrontare in maniera sistemica i principali fattori di rischio che caratterizzano le operazioni di cartolarizzazione: rischio di credito, rischio legale, rischio informativo, rischio di tasso e rischio di liquidità.

Infine, la ricerca si è sviluppata mediante il metodo qualitativo inserendo due casi reali. Il primo relativo alla cartolarizzazione di crediti in sofferenza di trentotto banche per un valore nominale di quasi settecento milioni, mentre il secondo è relativo alla cessione di crediti di finanziamento.

L'analisi di tali casi reali ha permesso da un lato di vedere ogni passo relativo alla complessa operazione di cartolarizzazione e alla pluralità di attori che vi rientrano, dall'altro la possibilità di vedere la *disclosure* di tale tipo di operazione all'interno di un fascicolo di bilancio offrendo così la possibilità di vedere applicati nella realtà aspetti o situazioni affrontate nei capitoli precedenti.

Data l'attualità della tematica discussa, il volume può avere molteplici *target* di riferimento. In primo luogo, gli istituti bancari, le aziende, i loro consulenti, e tutti coloro che sono interessati ad utilizzare lo strumento della cartolarizzazione come parti attiva e propositive nella costruzione dell'operazione.

In secondo luogo, il volume può essere indirizzato agli studenti di Lauree Magistrali in discipline economico-aziendali delle università italiane, così come di Master in ambito amministrativo-finanziario.

1.

Aspetti introduttivi del processo di cartolarizzazione

1.1. Aspetti generali del processo di *securitization*

La cartolarizzazione è un'operazione finanziaria che nella lingua inglese viene denominata *securitization*. L'operazione prevede che attività – *assets* – siano ceduti da parte di un ente denominato *originator*, solitamente una banca o un istituto finanziario, a una società appositamente creata, *Special Purpose Vehicle* (SPV), che si prefigge il compito di convertire tali *assets* in titoli obbligazionari – ABS¹ – e renderli negoziabili su un mercato². Questo processo finanziario è definito nel modello *originate-to distribute*³. Il rimborso dei titoli e gli interessi previsti sono collegati ai flussi di cassa generati dalle attività cedute. L'impresa, in tale modo, consapevole dell'esistenza delle relazioni che intercorrono tra la sua durabilità, la sua autonomia e la sua economicità⁴ nella

¹ *Asset-Backed Securities*: titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione a seguito della cessione degli *assets* da parte dell'*originator* e garantiti da attività sottostanti. Nella disciplina italiana questi titoli sono strumenti finanziari assoggettati, tra l'altro, alle disposizioni del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, artt. 129 e 143 T.U.B. e fiscalmente equiparati a titoli obbligazionari.

² Si vedano, tra gli altri, M. Damilano (2000), *La securitisation dei crediti*, Giappichelli, Torino; C. Giannotti (2004), *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Franco Angeli, Milano.

³ E. Beccali (2009), *Originate to distribute*, Università Cattolica Sacro Cuore, Osservatorio ECRIRE, appunti disponibili sul sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/lam-9.pdf>, “Modello di intermediazione in cui la banca eroga prestiti che sono prontamente trasferiti ad un'altra istituzione finanziaria. La seconda istituzione a fronte della proprietà dei prestiti emette degli strumenti finanziari rappresentati dagli stessi scambiabili nel mercato secondario – da *asset illiquido a strumento negoziabile*”.

⁴ Il concetto di economicità è stato oggetto di una ricca letteratura. Seppur in modo non esaustivo, per un maggiore approfondimento, si fa riferimento alle seguenti opere. A. Amaduzzi (1949),

continua ricerca di un suo equilibrio ha la possibilità di smobilizzare dei propri *assets* anticipando la propria liquidità. L'impresa, così, caratterizzata per essere un sistema vitale⁵ continuamente in relazione con i propri portatori di interessi⁶ e del quale “non ne può fare a meno”⁷ ha la possibilità di attrarre e mantenere le risorse migliori ed essere competitiva nel lungo periodo soddisfacendo tempestivamente le esigenze di remunerazione, da un lato dei soggetti che hanno conferito il capitale e, dall'altro anche di tutti i fattori produttivi⁸.

L'operazione di *securitization* è nata e si è sviluppata dal 1970 negli Stati Uniti⁹. Questa operazione inizialmente era stata impiegata per la smobilizzazione di mutui edilizi e crediti ipotecari (MBS – *Mortgage Backed Securities*)¹⁰, emessi da un'agenzia federale costituita *ad hoc*, la GNMA (*Government National Mortgage Association-in breve Ginnie Mae*). La Ginnie Mae, insieme ad altre due agenzie governative, che erano la Fannie Mae e la Freddie Mae¹¹, operavano come intermediari nel mercato immobiliare statunitense e si ponevano e operavano come delle SPV, al fine di facilitare l'ammissione dei cittadini americani alle proprietà della casa¹². Successivamente, sempre

Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettiche del suo equilibrio, Signorelli, Roma; G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 198 ss.; C. Masini (1979), *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, p. 240 ss.; F. Ranalli (1988), *Considerazioni sul tema dell'economicità aziendale*, Clua Editrice, Pescara; G. Zanda (2015), *Fondamenti di economia aziendale*, Giappichelli, Torino; G. Zanda (2006), *Lineamenti di economia aziendale*, Kappa, Roma.

⁵ G. Donna (1999), *La creazione di valore nella gestione di imprese*, Carrocci, Roma, p. 30.

⁶ Si veda, tra gli altri, V. Cantino (2002). *Valore di impresa e merito creditizio*, Giuffrè, Milano, p. 2; V. Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, p. 18.

⁷ Si veda, tra gli altri, G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, p. 6 ss.; G. Golinelli (2010), *L'Approccio Sistemico Vitale (ASV) al governo dell'impresa*, Vol. 2; *Verso la scientificazione dell'azione di governo*, Cedam, Padova.

⁸ Si veda sul tema, seppur in modo non esaustivo, le seguenti opere. G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda (1994), *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna, p. 185 ss.; G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 109 ss.; P. Onida (1968), *Economia d'azienda*, Utet, Torino, p. 185 ss.

⁹ G. Giovando (2006), *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino, p. 1.

¹⁰ E. Frankel (1997), *Securitization of Loans: Asset-Backed Securities and Structured Financing*, in “The Financial Services Revolution, Understanding the Changing Roles of Banks, Mutual Funds and Insurance Companies 447”. Clifford E. Kirsch, ed. New York: McGraw-Hill.

¹¹ Fannie Mae Federal National Mortgage Association (1986), Riferimenti, Murray-Hadaway, *Mortgage Backed Security: An Investigation of Legal and Financial Issues*, “The Journal of Corporation Law”, n. 11. Freddie Mae Federal HomeLoan Mortgage Corporation.

Riferimenti (2000), Megliani, *Profili internazionali delle operazioni di securitization*, “Diritto del commercio internazionale”, n. 1.

¹² V. Cusseddu (2011), *La cartolarizzazione e l'esplosione della crisi finanziaria-Capire la Finanza*, Fondazione Culturale Responsabilità Etica Onlus, Scheda n. 10.

negli Stati Uniti, il processo di *securitization* si espanse a nuovi tipi di prestiti, ovvero gli ABS.

L'operazione di cartolarizzazione si sviluppò in Europa più tardi. I primi a svolgere in Europa un'operazione di cartolarizzazione furono gli inglesi e solo molto più tardi ci fu una diffusione anche in Italia, anche in conseguenza del fatto che vi erano molti limiti legali e normativi¹³.

Attualmente si può sostenere che tale processo si sia evoluto sia nel tipo di attività che nel tipo di soggetti coinvolti. La novità che sta alla base della cartolarizzazione è il fatto che si riescano a convertire *assets* non negoziabili in attività alienabili riuscendo in tale modo a produrre dei vantaggi sia all'*originator* che agli investitori e, inoltre, con tale tecnica è consentito il trasferimento del rischio del credito a un soggetto diverso dall'*originator*¹⁴.

Le esperienze giuridiche dei vari paesi hanno sviluppato due diverse modalità tecniche di tali operazioni: una di tipo societario, tipico di stati con matrice *common law*, e una che fa un utilizzo di un fondo comune, tipico di stati con matrice *civil law*¹⁵.

Il primo modello si basa sull'alienazione di un *pool* di crediti a una società veicolo (SPV), che è stata costituita unicamente al fine di svolgere un'attività di cartolarizzazione con un capitale limitato. Nella cessione l'ente beneficiario immette nel mercato tali titoli e con la sottoscrizione di tali titoli agli investitori genera flussi di liquidità che la SPV stessa utilizzerà per pagare i crediti acquisiti dall'*originator*. In tale modo la SPV non detiene alcun tipo di attività e diventa a tutti gli effetti un "veicolo", accomunabile a una *Bankruptcy Remote*, ovvero è un ente che assicura e garantisce ai sottoscrittori gli importi ricevuti dai debitori ceduti, dato che i titoli sono entrati nelle proprietà della cessionaria questi non saranno esposti ad azioni volte al soddisfacimento di creditori, né al rischio di un eventuale procedura fallimentare¹⁶.

Nella figura sottostante la rappresentazione del modello *common law* (Figura 1)¹⁷.

¹³ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

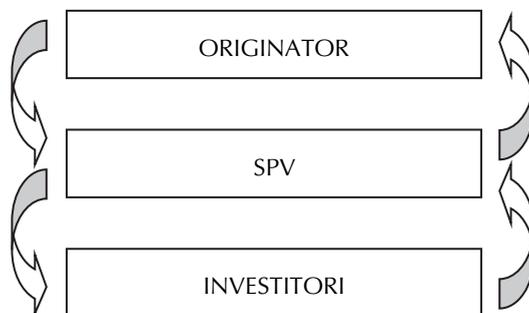
¹⁴ Y. Altunbaas (2009), *Securitisation and the bank lending channel*, "European Economic Review", n. 53.

¹⁵ R. Costi (1998), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Atti del Convegno svoltosi a Roma il 4 dicembre in "Il disegno sulla cartolarizzazione dei crediti", ABI, Bancaria Editrice, Roma.

¹⁶ D. Galletti, G. Guerrieri (2002), *La cartolarizzazione dei crediti*, Il Mulino, Bologna.

¹⁷ Rivisitazione modello da G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

Figura 1.1. – Il modello di cartolarizzazione common law



Fonte: rivisitazione G. Giovando (2006), *La cartolarizzazione dei crediti*, Giappichelli, Torino, pp. 8-9.

Nel modello illustrato il flusso finanziario delle attività trasferite seguendo la direzione delle frecce discende allo SPV e successivamente alla conseguente conversione in titoli alienabili sul mercato per essere sottoscritti dai possibili investitori. Nello stesso modello, come si può notare dalla figura, seguendo le frecce che risalgono verso l'alto si evidenziano i flussi monetari che sono conseguenza dei crediti collocati presso gli investitori e rappresentano la liquidità necessaria utilizzata dallo SPV per acquistare i titoli dall'*originator*.

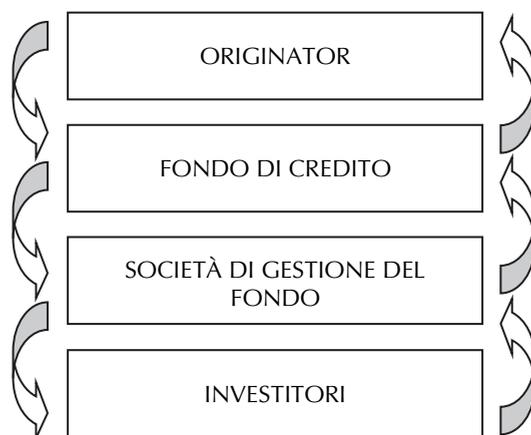
Il secondo modello, quello denominato *civil law*, ha come caratteristica quella di far confluire i crediti o le attività in un patrimonio che non rientra nelle disponibilità della società. Questi lotti di crediti verranno inseriti in un Fondo, che si occuperà della gestione economica di quest'ultimi. In poche parole viene creato un Fondo Comune in cui saranno depositati tutti i crediti concessi e verrà impiegato un patrimonio separato dalla personalità giuridica e guidato da un intermediario *ad hoc*¹⁸.

Nella figura sottostante vi è la rappresentazione del modello *civil law* (Figura 2)¹⁹.

¹⁸F. Callegaro (2003), *La cartolarizzazione dei crediti. La società, i contratti, la vigilanza*, Ipsoa, Milano.

¹⁹Rivisitazione modello da G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

Figura 1.2. – Il modello di cartolarizzazione civil law



Fonte: rivisitazione G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., pp. 8-9.

Nel modello illustrato il flusso finanziario delle attività trasferite seguendo la direzione delle frecce discende al Fondo di crediti gestito da una Società di gestione della stessa e successivamente alla loro conversione in titoli alienabili sul mercato per essere sottoscritti dai possibili investitori. Nello stesso modello, come si può notare dalla figura, seguendo le frecce che risalgono verso l'alto si evidenziano i flussi monetari che sono conseguenza dei crediti collocati presso gli investitori e rappresentano la liquidità necessaria utilizzata dalla Società di Gestione del Fondo per acquistare i titoli dall'*originator*.

Come è stato detto in precedenza, in Italia, l'operazione di cartolarizzazione è arrivata successivamente e si è sviluppata lentamente: la prima operazione di cartolarizzazione risale al 1990 ed è stata effettuata dalla Citifin Finanziaria S.p.A., facente parte del gruppo americano Citibank. La causa di questo ritardo è dovuta a molteplici fattori quali, ad esempio, l'assenza di una base normativa autonoma e limiti derivanti dalla regolamentazione e dal Codice Civile²⁰. Fino al 1999, anno in cui entrò in vigore la prima legge per regolare la *securitisation*, Legge 130/1999²¹, la struttura dell'operazione era complessa e prevedeva la presenza di una società internazionale e una doppia cessione dei crediti, realizzando una così definita "*cross-boarder securitisation*". Que-

²⁰ G. Rumi (2000), *Securitisation – La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Regolamentazione dell'istituto*, "Il Sole 24 Ore", Milano.

²¹ Tale legge è stata successivamente modificata con la Legge 80/2005 all'art. 7 con l'aggiunta degli artt. 7-bis e 7-ter.

sta operazione si sostanziava attraverso la costituzione di due SPV – peculiarità della struttura chiamata *two-tier* – indipendenti dall'*originator*: una prima SPV acquisiva pro-soluto il portafoglio crediti dall'*originator* che, in quanto cessionario di crediti d'impresa, era qualificata come società di *factoring* di diritto italiano; una seconda SPV costituita da un gruppo estero che da un lato effettuava l'emissione di *securities* e dall'altro erogava un finanziamento rimborsabile secondo i flussi di cassa relativi al portafoglio ceduto. Il prestito erogato dalla SPV estera "replicava" i flussi e il livello di rischio del *pool* di attivi di proprietà del veicolo italiano²².

Il legislatore, in Italia, con la Legge 130/1999, ha preferito venisse adottato il modello anglosassone, tipico dei paesi di matrice *common law*. La propensione alla matrice *common law* è illustrata nella redazione sul disegno di legge del febbraio 1999²³ dove viene preferita la creazione di una SPV rispetto alla costituzione di un fondo. Anche se il legislatore predilige il modello anglosassone, questo non preclude che il modello *civil law*, utilizzato principalmente in Spagna e Francia, non possa essere utilizzato dagli istituti finanziari all'interno del nostro paese²⁴.

La Legge 130/1999 è stata successivamente modificata con la Legge 80/2005 all'art. 7 con l'aggiunta degli artt. 7-*bis* e 7-*ter*. Gli obiettivi della norma sono stati diretti a migliorare l'efficienza allocativa del sistema finanziario, accrescere e potenziare il mercato finanziario e cercare di porre fine ai problemi relativi a portafogli bancari composti da crediti di scadente qualità²⁵.

Dall'inizio del secolo in poi, in Europa, si è assistito a una crescita nell'utilizzo della *securitisation* le cui cause sono riconducibili principalmente a tre fattori²⁶:

- aumento della domanda di ABS da parte degli investitori istituzionali, che sono diventati più propensi a investire nel *credit risk*. Le tipologie dei titoli emessi sono diventate più appetibili perché sono diversificate in termini del

²² V. Carnovale (2002), *La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)*, "Diritto della banca e del mercato finanziario".

²³ Relazione della VI Commissione Permanente sul Disegno di Legge n. 5058, Disposizioni sulla Cartolarizzazione dei Crediti del 22 febbraio 1999, http://leg13.camera.it/_dati/leg13/lavori/stampati/pdf/50580A.pdf.

²⁴ In merito si veda Warn, Kula, Suriya (2019), *The international comparative legal to: Securitisation 2019*, Global Legal Group Ltd, London.

²⁵ F. Targetti (1999), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, Capitolo IX, ABI, Bancaria Editrice, Roma.

²⁶ Y. Altunbas, L. Gambacorta, D. Marques (2007), *Securitisation and the bank lending channel*, Banca d'Italia, Roma, pp. 6-7.

- loro sottostante, del settore a cui si rivolgono e del *rating* e, normalmente, offrono un interesse maggiore rispetto alle obbligazioni;
- informazioni finanziarie sulle operazioni di cartolarizzazione molto più precise, anche grazie all'innovazione tecnologica, influenzando sul cambiamento della struttura dei costi di ABS e aumentando la varietà di prodotti finanziari sul mercato;
 - introduzione nel continente europeo della moneta unica che ha eliminato il rischio di cambio e ha aumentato l'integrazione finanziaria. Infatti, per gli investitori istituzionali, da un lato, è aumentata la possibilità di investimento anche fuori dai confini nazionali, dall'altro lato è aumentato il bacino dei nuovi possibili investitori generando una competizione più accesa tra le banche europee portando a una riduzione dei costi di commissione a beneficio dei sottoscrittori.

1.2. La struttura tipica dell'operazione

La cartolarizzazione, come è stata definita, è un'operazione che trasforma crediti o altre attività di natura finanziaria in strumenti negoziabili e alienabili su un mercato secondario aperto al pubblico. L'operazione di cartolarizzazione può essere vista come una tecnica finanziaria che genera, attraverso un *pool* di *assets*, appositamente selezionati, quali impieghi creditizi, mutui, prestiti finanziari, del *cash-flow* a supporto di titoli venduti sul mercato di capitali²⁷.

Il processo anche se composto da molte operazioni può essere descritto tramite una struttura articolata in tre fasi²⁸:

- individuazione degli *assets* da cartolarizzare;
- cessione del portafoglio di *assets* allo *Special Purpose Vehicle* (SPV);
- emissione e collocamento dei valori mobiliari rappresentativi delle attività cedute.

Nella prima fase vi è l'individuazione da parte della società emittente del *pool* di *assets* da cartolarizzare. Questi saranno individuati in modo da poter generare flussi di cassa per il rimborso dei titoli emessi e per la retribuzione degli interessi. Tali titoli dovranno avere caratteristiche omogenee sia dal punto di vista giuridico che finanziario. In questa fase l'*originator* è coadiuvato da un *advisor* (una banca) che aiuta l'ente a predisporre un piano di sostenibilità dell'operazione.

²⁷ S. De Angeli, M. Oriani (2000), *La securitization dei crediti bancari*, Franco Angeli, Milano.

²⁸ V. Carnovale, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit. Riferimento trovato su sito http://www.tuttalafinanza.it/joomla/contents/La_Cartolarizzazione_dei_crediti.pdf.

Nella seconda fase, successivamente all'identificazione delle attività con i requisiti adatti per essere cartolarizzati, si dovrà esaminare il modo per cederli. In questa fase diventa fondamentale il meccanismo di isolamento e separazione dei crediti inerenti al processo di *securitization* dal bilancio della società emittente. L'operazione, con formula pro-soluto, prevede la creazione di una società veicolo (SPV) che diventa proprietaria e detentrica delle attività cedute dall'*originator*. La SPV in tale modo diventa una *Banckruptcy Remote Company*, cioè un ente indipendente, che in un eventuale fallimento non è tenuto a rispondere a tale rischio e, inoltre, tale entità è giuridicamente separata dalle operazioni dell'*originator*²⁹.

Si può quindi evidenziare come lo *Special Purpose Vehicle* svolga le seguenti funzioni:

- di intermediazione tra l'*originator* e il mercato dei capitali;
- di divisione dei crediti del portafoglio societario da quelli che saranno poi oggetto del processo di *securitization*³⁰.

Nell'ultima fase del processo di cartolarizzazione avviene l'emissione e il collocamento degli ABS su un mercato di capitali, da parte di una SPV, con lo scopo di sponsorizzare l'acquisizione di tali titoli. Gli ABS saranno ceduti con una clausola "*limited recourse*"³¹. Tale tipologia di clausola tutela gli emittenti, consentendo di non essere legati ai soggetti eroganti se non nei limiti dei titoli ceduti e, di conseguenza, i sottoscrittori non avranno alcun diritto di risarcimento nei confronti dell'*originator*. Il rischio che pertanto gli investitori devono monitorare è quello riguardante il *pool* di crediti, che dovranno essere in grado di generare flussi di cassa adeguati nei tempi e nell'ammontare al rimborso del capitale e degli interessi³². Aspetto fondamentale e rilevante dell'operazione di cartolarizzazione sarà il trasferimento o meno dei rischi.

Successivamente all'operazione di cartolarizzazione l'attività principale da svolgere sarà quella di monitorare che le attività acquisite garantiscano il necessario *cash-flow* per il pagamento degli interessi.

Nel processo di cartolarizzazione è molto importante capire la relazione dei

²⁹ G. Gorton (2004), *Special Purpose Vehicle and Securitization, The Risks of Financial Institutions*, Mark Carey and René Stulz Editors, University of Chicago, Chicago. Riferimento trovato sul sito internet <http://www.nber.org/chapters/c9619>.

³⁰ G. Ferri (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.

³¹ <https://www.investopedia.com/terms/l/limitedrecoursedebt.asp>.

³² S. Galiani, F. Polimeni, M. Proietti (2003), *Credit Derivatives e cartolarizzazione*, "Il Sole 24 Ore", Milano, p. 159.

soggetti e delle attività di un'operazione di *securitization* che possano essere suddivise in due categorie³³:

- quella che comprende le cosiddette attività primarie, che consistono nell'erogazione e nell'alienazione dei crediti e/o titoli. I soggetti fondamentali sia a livello economico che giuridico, affinché si possa parlare di cartolarizzazione dei crediti, sono: l'*originator*, lo SPV e i sottoscrittori³⁴;
- quella che comprende attività di supporto, con determinate competenze. In questo caso i soggetti principali sono: le agenzie di *rating*, il *credit enhancer* e il *servicer*.

Ambedue le categorie sono importanti in un'operazione di *securitisation* per rendere il processo efficiente ed efficace, come ha dimostrato di essere nel corso degli anni.

1.3. Tipologia di asset

La principale attività di un'operazione di *securitization* è l'individuazione e la selezione degli *assets* da inserire nel paniere da cartolarizzare, poiché la riuscita del processo dipenderà, come già detto in precedenza, dal *cash-flow* che tali attività genereranno. Affinché un'attività possa essere utilizzata come sottostante di una operazione di *securisation* deve possedere specifici requisiti quali³⁵:

- essere individuabile, anche in “blocco” nel caso di pluralità di *asset* simili, come i crediti, e, quindi, considerandoli unitariamente, come un'unità omogenea³⁶;
- essere giuridicamente separabile dal patrimonio del cedente.

Tali requisiti derivano dall'esigenza di separare il patrimonio dell'*originator* e i beni oggetto di cartolarizzazione e i relativi flussi di cassa. Indispensabile, come visto, sarà la capacità di generare flussi di cassa, in quanto necessari per il pagamento degli interessi e il rimborso degli ABS, pertanto ai precedenti requisiti si potranno aggiungere³⁷:

³³ C. Giannotti, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit.

³⁴ P. Bontempi, G. Scagliarini (1999), *La securitization. Teoria e pratica del diritto*, Vol. II, Giuffrè, Milano.

³⁵ F. Pizzutilo (2002), *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, Giuffrè, Milano, p. 27.

³⁶ G. Giovando, *La cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 32.

³⁷ F. Pizzutilo, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, cit., p. 27.

- la generazione di flussi;
- la necessità di un paniere di *asset* complessivamente grande.

È infatti necessario che l'operazione riguardi un ammontare ingente di attività, per giustificare gli elevati costi fissi che l'originator deve sostenere per poterla realizzare.

La figura³⁸ seguente mostra le principali classi di *asset* cartolarizzati nel mondo.

Aircraft leases	Manufactured housing loans
Auto loans (prime)	Mortgages (prime)
Auto loans (subprime)	Mortgages (alt-A)
Auto leases	Mortgages (subprime)
Commercial real estate	Mortgages (commercial)
Computer leases	RV loans
Consumer loans	Small business loans
Credit card receivables	Stranded utility costs
Equipment leases	Student loans
Equipment loans	Trade receivables
Franchise loans	Time share loans
Future flows receivables	Tax liens
Healthcare receivables	Taxi medallion loans
Health club receivables	Viatical settlements
Home equity loans	Whole businesses
Intellectual property cash flows	
Insurance receivables	
Motorcycle loans	
Music royalties	

Le prime operazioni di cartolarizzazione sono avvenute attraverso i crediti per mutui ipotecari MBS. Tali attività possono essere distinte in due tipi:

- prestiti ipotecari residenziali;
- prestiti ipotecari commerciali.

I prestiti ipotecari residenziali sono di lungo periodo e sono stati erogati per l'acquisto di immobili privati a uso "residenziale", RMBS. I prestiti ipotecari commerciali sono finanziamenti concessi per l'acquisizione di immobili a uso commerciale, CMBS³⁹.

Le operazioni di cartolarizzazione hanno poi coinvolto altri tipi di attività

³⁸ *Rating agency reports source*, e riportato anche in G.M. Constantinides, M. Harris, R.M. Stulz, *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2, Elsevier, North Holland, p. 20.

³⁹ E. Broccardo (2015), *La cartolarizzazione dei prestiti alle imprese. Gli insegnamenti della crisi e le condizioni per un nuovo sviluppo del mercato*, Egea, Milano.