

**Francesca Battaglia**

**QUALE FUTURO  
PER LA  
CARTOLARIZZAZIONE  
DOPO LA CRISI  
FINANZIARIA?**

**FrancoAngeli**

## Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.





I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Francesca Battaglia**

**QUALE FUTURO  
PER LA  
CARTOLARIZZAZIONE  
DOPO LA CRISI  
FINANZIARIA?**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2013 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

*A mio marito Fabio e ai miei figli Francesco, Gabriele e Benedetta Claudia  
con immenso affetto*



# INDICE

<b>Introduzione</b>	pag.	9
<b>1. Vecchie e nuove cartolarizzazioni: caratteristiche tecniche e finalità</b>	»	15
1.1. Introduzione	»	15
1.2. Le cartolarizzazioni <i>true sale</i>	»	17
1.2.1. Struttura dell'operazione	»	19
1.3. Le cartolarizzazioni sintetiche	»	22
1.4. Le cartolarizzazioni con doppia garanzia	»	26
1.4.1. I <i>covered bond</i>	»	28
1.4.2. Il programma di acquisto dei <i>covered bond</i> della BCE	»	31
1.5. Le autocartolarizzazioni	»	35
1.5.1. Le ABS stanziabili	»	38
1.5.2. Il <i>rating</i> delle ECAI	»	41
<b>2. Analisi della letteratura: determinanti della cartolarizzazione e impatto sul profilo di rischio dell'<i>originator</i></b>	»	44
2.1. Introduzione	»	44
2.2. Le determinanti della cartolarizzazione	»	46
2.2.1. Le verifiche empiriche condotte in ambito internazionale	»	48
2.2.2. Le verifiche empiriche condotte sul mercato italiano	»	51
2.3. L'effetto della cartolarizzazione sul rischio di credito e sulla liquidità dell' <i>originator</i>	»	53
2.3.1. I <i>retained interest</i> : implicazioni per il rischio di credito e la liquidità dell' <i>originator</i>	»	55

2.3.2. Il rischio di credito dell' <i>originator</i> : le verifiche empiriche condotte in ambito internazionale e italiano	pag.	58
2.3.3. La posizione di liquidità dell' <i>originator</i> : le verifiche empiriche condotte in ambito internazionale e italiano	»	63
2.4. L'effetto della cartolarizzazione sul rischio azionario dell' <i>originator</i>	»	65
2.4.1. Le verifiche empiriche condotte in ambito internazionale e italiano	»	69
2.5. L'effetto della cartolarizzazione sul rischio sistemico dell' <i>originator</i>	»	71
2.5.1. Le verifiche empiriche condotte in ambito internazionale e italiano	»	74
<b>3. Il futuro della cartolarizzazione</b>	»	78
3.1. Introduzione	»	78
3.2. La nuova disciplina delle cartolarizzazioni: le direttive comunitarie e le disposizioni di Banca d'Italia	»	79
3.2.1. La <i>retention rule</i>	»	81
3.2.2. Gli obblighi di <i>due diligence</i> per l'investitore e l' <i>originator</i>	»	84
3.2.3. Il significativo trasferimento del rischio	»	86
3.2.4. Il trattamento prudenziale delle linee di liquidità	»	86
3.2.5. La CRD III e il suo recepimento da parte della Banca d'Italia	»	87
3.3. Le misure del Comitato di Basilea dopo la crisi	»	88
3.3.1. Basilea 2.5	»	89
3.3.2. Basilea 3	»	95
3.3.2.1. Il trattamento dei <i>covered bond</i> nel <i>liquidity coverage ratio</i>	»	100
3.4. Ulteriori sviluppi normativi	»	102
<b>Bibliografia</b>	»	105

## INTRODUZIONE

La recente crisi, che ha investito il sistema finanziario internazionale, è ormai da qualche tempo oggetto di studio da parte di accademici, *policy maker* e autorità di vigilanza, con l'obiettivo di esaminarne le determinanti, le responsabilità dei diversi attori del mercato e, soprattutto, il ruolo svolto dalle banche. Le analisi prodotte concordano nel segnalare tra i *driver* della crisi lo sviluppo esasperato delle operazioni di cartolarizzazione, divenute eccessivamente complesse dal punto di vista tecnico e contrattuale e sempre più spesso caratterizzate da un'elevata opacità informativa, nonché la crisi del modello dell'intermediazione creditizia "*originate to distribute*" (OTD), che attinge il proprio *funding* dal mercato mobiliare<sup>1</sup>. In sostanza, la cartolarizzazione si è trasformata da processo virtuoso a una degenerazione della finanza strutturata nell'ambito del modello d'intermediazione creditizia OTD, determinandone il fallimento. Il punto merita un approfondimento.

L'orientamento e la preferenza degli intermediari verso tale modello, a discapito di quello fondato sull'intermediazione creditizia tradizionale o "*originate to hold*" (OTH)<sup>2</sup>, sono stati determinati dalla contestuale presenza di un insieme di fattori, tra cui, *in primis*, il crescente sviluppo del fenomeno della disintermediazione<sup>3</sup> e dei mercati mobiliari, che hanno aumen-

<sup>1</sup> Proprio in funzione di tale presupposto, il modello OTD viene anche definito come modello *market-funded* (Mottura e Paci, 2009; Mottura, 2011), la cui attività di intermediazione è essenzialmente incentrata sulla cessione e cartolarizzazione sistematica dei prestiti.

<sup>2</sup> Si ricorda che tale modello d'intermediazione, definito anche *deposit-funded* (Mottura e Paci, 2009; Mottura, 2011), si fonda sulla concessione del credito e della raccolta diretta e frazionata di risorse finanziarie mediante indebitamento (depositi e obbligazioni).

<sup>3</sup> Si precisa che il fenomeno della disintermediazione deve essere analizzato sotto un duplice profilo, sia dal lato del passivo, sia dal lato dell'attivo (Mottura e Paci, 2009). Con riferimento al primo aspetto, si determina una situazione per cui i soggetti che detengono le passività dell'intermediario, depositi e obbligazioni, investono in strumenti finanziari diversi ed

tato e migliorato la capacità sostitutiva dei circuiti diretti rispetto a quelli indiretti, gestiti o, comunque, presidiati dalle banche, nonché il costo crescente della regolamentazione relativamente ai requisiti patrimoniali, con il conseguente impiego di fattori costosi e scarsi nei processi produttivi, e la sempre maggiore pressione competitiva nell'ambito del settore bancario.

L'elenco dei precedenti fattori non rappresenta una lista esaustiva dei fenomeni che hanno contribuito alla disintermediazione dell'intermediario creditizio e alla sua graduale trasformazione in intermediario mobiliare *e/o market-funded*. Sul punto, si evidenzia che un'efficace trattazione del tema non può prescindere dall'analisi dei vari modelli di economicità.

In particolare, il modello di economicità dell'intermediario bancario tradizionale si basa sul margine d'interesse, inteso come differenza tra tassi attivi applicati sui prestiti e quelli passivi corrisposti sui depositi, il quale consente all'intermediario di effettuare sia l'attività di trasformazione delle scadenze, sia quella di trasformazione del rischio, rispettivamente attraverso la creazione di un premio di liquidità e di un premio per il rischio.

Tuttavia, questa situazione determina un circolo vizioso. In presenza di attività di trasformazione delle scadenze, l'estinzione anticipata delle passività rispetto alle attività genera uno squilibrio finanziario coperto dalla riserva di liquidità, che si configura come un vero e proprio costo per la banca, in quanto il suo utilizzo implica la rinuncia a forme di investimento fruttifere e alternative. In siffatta situazione, l'intermediario, per necessità e convenienza, tende a contrarre il più possibile tale riserva e a cercare soluzioni di investimento alternative, che gli assicurino una maggiore stabilità della raccolta, e a rivolgersi, quindi, ai mercati mobiliari.

Si precisa che sia il fenomeno della disintermediazione, verso cui l'intermediario creditizio tradizionale tende per sua natura, sia la crescente competitività del settore bancario spingono nella medesima direzione, determinando una ulteriore contrazione del margine d'interesse, in termini assoluti e di valore unitario rispetto ai volumi intermediati.

Nel contesto descritto, la banca deve necessariamente diversificare le proprie attività verso l'intermediazione mobiliare, attraverso una reintermediazione degli scambi nei confronti della propria clientela, sviluppando e offrendo servizi di accesso, di consulenza e di assistenza allo scambio. Rispetto al precedente, il modello dell'intermediazione mobiliare produce assetti di stato patrimoniale e conto economico profondamente dif-

emessi da altri agenti economici. La disintermediazione dal lato dell'attivo si verifica quando i prenditori di credito bancario decidono di approvvigionarsi attraverso l'emissione di strumenti finanziari nei circuiti diretti.

ferenti. In questo caso, il modello di economicità dell'intermediario si fonda sul margine provvigionale, determinato dalla differenza nel conto economico di provvigioni e commissioni attive e passive. Si evidenzia che se, da un lato, questa nuova modalità di intermediazione delinea un nuovo tipo di rapporto banca-mercato mobiliare, non più di tipo competitivo, ma sinergico, dall'altro, essa contribuisce ad accelerare il processo di disintermediazione, determinando la necessità da parte dell'intermediario di reingegnerizzare il proprio processo di intermediazione creditizia, al fine di recuperare margini di redditività.

Nell'ambito di questo processo di reingegnerizzazione dell'intermediazione creditizia, la cartolarizzazione ha certamente svolto il ruolo di attore principale. Di come sia strutturata un'operazione di cartolarizzazione si darà evidenza nell'ambito del primo capitolo del libro. In questa sede, si fornisce una essenziale definizione della operazione, necessaria per comprendere i limiti che essa presenta e comporta per l'intermediario bancario che la utilizza in modo sistematico.

La cartolarizzazione dei crediti consiste nella cessione di un *pool* di prestiti, tipicamente poco liquidi, a una società veicolo appositamente costituita (SPV, *Special Purpose Vehicle*), la quale finanzia tale acquisto con l'emissione e il collocamento sul mercato di obbligazioni, generalmente *asset backed security* (ABS), il cui valore sottostante è garantito da quello dei crediti ceduti e il cui ricavato viene utilizzato per l'acquisto degli attivi cartolarizzati. Se la cessione del prestito avviene secondo la modalità *pro soluto*, il rischio di credito relativo al sottostante è totalmente trasferito dal cedente (o venditore) al cessionario (o acquirente) e si verifica l'eliminazione dallo stato patrimoniale dell'*originator* delle attività cedute; qualora, invece, la cessione si svolga secondo la modalità *pro solvendo*, la banca *originator* non è immunizzata dai rischi connessi ai prestiti cartolarizzati, in quanto il cedente rimane responsabile nei confronti del cessionario della qualità delle attività cedute.

La distinzione tra le due precedenti modalità di cessione è determinante per comprendere i processi degenerativi innescati dall'utilizzo sistematico di tale tecnica sugli assetti di bilancio dell'intermediario creditizio, sui suoi equilibri economici, nonché sui rischi a esso correlati.

Si ipotizzi, innanzitutto, un primo scenario, in cui la cartolarizzazione avvenga secondo la modalità *pro soluto*. In questo caso, il rischio di credito viene trasferito alla società veicolo, la cessione del prestito consente di liberare risorse necessarie per concederne altri e il livello d'indebitamento è determinato dalla quantità di prestiti effettivamente presenti in bilancio. Inoltre, la diminuzione dei volumi di tali attività, conseguente a un'operazione

di cartolarizzazione, almeno a livello generale, riduce il rischio di credito, di liquidità<sup>4</sup> e d'interesse, determinando per l'*originator* un risparmio sia del capitale regolamentare, giacché la sua consistenza è legata alla consistenza dei prestiti effettivamente presenti in bilancio, sia del livello delle riserve di liquidità necessarie per coprirli.

Si comprende come l'intermediario bancario che attua il modello di *business* OTD attraverso l'utilizzo sistematico della cartolarizzazione, diversamente da quello che utilizza il modello OTH, il quale presuppone la detenzione dei prestiti in bilancio fino alla loro *maturity*, realizza dei vantaggi competitivi. Innanzitutto, aumenta la produttività del capitale, in quanto, a parità di prestiti prodotti, risparmia sul capitale proprio e su quello destinato a riserva di liquidità, e consegue un margine da plusvalenza sulla vendita dei prestiti, al quale si aggiungono eventualmente anche ricavi da commissioni attive, relative all'eventuale attività di amministrazione-gestione (*servicing*) prestata dallo intermediario-*originator*. Chiaramente, l'ammontare complessivo dei ricavi di tale intermediario è funzione non solo dalla quantità degli *asset* ceduti, ma anche della velocità di rotazione con la quale esso cartolarizza i propri prestiti. Da quanto si è detto, emerge che il successo e l'efficienza del modello di *business* OTD dipendono dalla presenza di una serie di condizioni (di mercato, contrattuali, tecniche e legali), che rendono possibile l'industrializzazione dell'operazione, ovvero la sua ripetizione seriale con un crescente livello di efficienza<sup>5</sup>.

Con riferimento a questo aspetto, si evidenzia che l'ingegneria finanziaria ha prodotto e utilizzato tecniche di *tranching* e cartolarizzazioni pluristadio, le cosiddette ricartolarizzazioni, sempre più sofisticate e complesse, le quali hanno contribuito in modo determinante ad aumentare l'opacità dei processi di *securitization*.

Le tecniche di *tranching* consistono nella suddivisione delle emissioni di ABS in *tranche* diverse (*senior*, *mezzanine* e *junior*), sulla base di un criterio di subordinazione, determinato dalla priorità di destinazione dei flussi di cassa generati dai prestiti ceduti per il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi. Inoltre, spesso accade che ognuna di queste *tranche* venga ricartolarizzata, per cui si assiste alla creazione di una società veicolo

<sup>4</sup> Al riguardo è bene precisare che, a differenza dell'intermediario *deposit-funded*, il rischio di liquidità dell'intermediario *market-funded* deriva dal rischio di cessione dei prestiti, piuttosto che da quello legato al prelievo dei depositi (Mottura, 2011).

<sup>5</sup> Sul punto Mottura (2011) evidenzia che «La cartolarizzazione trasforma la cessione dei prestiti in un processo industriale, tramite la costituzione di società veicolo che da un lato acquistano i prestiti e dall'altro producono ed emettono titoli obbligazionari rappresentativi degli stessi prestiti».

di secondo livello, che acquista, per esempio, varie *mezzanine tranche*, procedendo, di fatto, a una seconda cartolarizzazione, dalla quale originano nuove *tranche* di strumenti obbligazionari, definiti *Collateralized Debt Obligation* (CDO), garantiti dalle *tranche* di ABS acquisite all'attivo della società-veicolo. Assai frequentemente, alcune tranche di CDO vengono di nuovo trasformate in tranche di CDO<sup>2</sup>, dove l'esponente (due) sta appunto a indicare il livello della ricartolarizzazione.

Si comprende come soprattutto il processo di cartolarizzazione multi-stadio comporti un problema di trasparenza-tracciabilità degli strumenti obbligazionari che ne derivano, in quanto non è possibile analizzarne la composizione e risalire, quindi, ai prestiti che li hanno prodotti. Per cercare di ovviare a questo problema, si è ricorsi a vari strumenti, tra cui l'utilizzo dei *rating* e di *credit enhancement*, ossia di garanzie collaterali esterne, finalizzate alla copertura totale o parziale del rischio di insolvenza degli attivi ceduti.

Se, a completamento del quadro fin qui descritto, si ipotizza la sostituzione della modalità *pro soluto* con quella *pro solvendo*, la situazione si complica ulteriormente per la banca *originator*, la quale, interessata al buon funzionamento di tutta la catena, assiste il veicolo con proprie garanzie interne, che riguardano sia il rischio di liquidità (per esempio linee di liquidità), sia il rischio di credito (spesso, in questo caso, l'*originator* sottoscrive degli impegni a riacquistare una parte o tutti i crediti ceduti, anche quelli *non performing*), risultando, di fatto, ancora esposta ai precedenti rischi.

Lo scenario descritto costituisce la naturale premessa della domanda di ricerca cui il lavoro intende rispondere, ovvero se e in quale misura è possibile ipotizzare un futuro per la cartolarizzazione dopo la crisi finanziaria, sia come operazione di finanza strutturata in sé, sia per il suo utilizzo da parte delle banche.

In particolare, dopo una prima analisi di come la crisi abbia modificato le caratteristiche tecniche e, soprattutto, le finalità dell'operazione (capitolo 1), nel capitolo 2 la ricerca si focalizza sia sullo studio delle motivazioni che spingono gli intermediari bancari a cartolarizzare, sia sull'analisi degli effetti della *securitization* sul loro profilo di rischio, in termini di rischio di credito, di liquidità, di rischio azionario e sistemico. Infine, il capitolo 3 del libro, sulla scorta dei vari studi, teorici ed empirici, presentati nelle parti precedenti, e soprattutto sulla base dell'attuale regolamentazione in materia, si propone di dare una risposta alla domanda di ricerca. Si comprende come essa non possa prescindere dall'analisi delle principali misure intraprese, in seguito alla crisi finanziaria, dalle autorità di vigilanza, dai *policy*

*maker* e dai vari operatori del settore, in quanto il futuro della cartolarizzazione è inevitabilmente legato alla sua regolamentazione.

Al termine di questa Introduzione esprimo i miei ringraziamenti a tutti coloro che, in vario modo, mi hanno sostenuto nella scrittura del volume. In particolare, desidero ringraziare il prof. Claudio Porzio per essere stato un costante riferimento nella mia attività in questi anni e per i preziosi suggerimenti e spunti ricevuti per la definizione della domanda di ricerca. Rivolgo, inoltre, un sincero ringraziamento ai colleghi del Dipartimento, con i quali più volte mi sono confrontata. Infine, desidero esprimere una profonda gratitudine alla dott.ssa Angela Gallo e alla dott.ssa Ornella Ricci per i proficui dialoghi, i numerosi spunti di riflessione e il supporto ricevuto durante l'impostazione e la stesura del lavoro.

# 1. VECCHIE E NUOVE CARTOLARIZZAZIONI: CARATTERISTICHE TECNICHE E FINALITÀ

## 1.1. Introduzione

Il capitolo si propone di mappare le principali tipologie di operazioni di cartolarizzazione utilizzate dagli intermediari creditizi bancari durante la crisi finanziaria. Il riferimento a tale finestra temporale è di primaria importanza, giacché la crisi ha determinato modifiche e innovazioni nella cartolarizzazione, sia a livello strutturale, sia per quanto riguarda le finalità dell'operazione. Per tale motivo, anziché analizzare la classificazione fondata sulle varie *asset class*<sup>1</sup>, si è preferito privilegiare quella che differenzia le operazioni in base alla modalità e/o alla presenza (assenza) di trasferimento del rischio, distinguendo tra cartolarizzazioni (*true sale* o *cash*) che prevedono, oltre al trasferimento del rischio, anche quello della proprietà degli attivi oggetto dell'operazione, cartolarizzazioni qualificate dal solo trasferimento del rischio (sintetiche), con doppia garanzia (*covered bond*) e autocartolarizzazioni, nelle quali, sebbene per motivi diversi, l'aspetto del trasferimento del rischio è assente.

In particolare, le strutture tradizionali e sintetiche sono caratterizzate dall'attività di *risk transfer* da parte dell'*originator*, sebbene, come si vedrà nel corso del capitolo, secondo modalità e utilizzo di strumenti diversi. Al contrario, nei titoli con doppia garanzia, quali i *covered bond*, o nelle autocartolarizzazioni, l'*originator* non procede ad alcun trasferimento del rischio. Nel primo caso, infatti, il rischio di credito rimane nel bilancio dell'emittente, il quale, per proteggersi da eventuali *default*, deve detenere una quantità sufficiente di capitale, che, grazie all'emissione di *covered bond*, riesce a reperire ad un costo più basso rispetto ad altre fonti di raccol-

<sup>1</sup> In merito si vedano Giannotti (2004) e Drago (2007).

ta. Le autocartolarizzazioni, nelle quali i titoli emessi dalla società veicolo a fronte dei crediti ceduti dalla banca non vengono collocati sul mercato, ma sono interamente sottoscritti dall'*originator*, non comportano il trasferimento del rischio di credito, che rimane interamente in capo alla banca.

La scelta della tipo di struttura è indubbiamente legata alla finalità che con essa si vuole perseguire; così, ad esempio, una transazione *true sale* consente, da un lato, il trasferimento dal proprio bilancio delle posizioni poco liquide allo SPV, e, dall'altro, genera liquidità. A tale riguardo, si precisa che anche le strutture sintetiche sono molto importanti per gli enti creditizi, in quanto il loro utilizzo è strettamente connesso ad esigenze di *capital relief* e di diversificazione del proprio portafoglio crediti<sup>2</sup>. La motivazione che spinge la banca a porre in essere un'autocartolarizzazione, la quale può essere considerata a tutti gli effetti un'operazione di rifinanziamento con la BCE, è unicamente dettata dalla sua necessità di ottenere liquidità a breve termine, ad un costo più basso rispetto alle altre fonti di finanziamento disponibili. Si ricorda, tuttavia, che la BCE, controparte dell'operazione, non fornisce un parere preventivo sulle ABS presentate, per cui, di fatto, solo al momento della loro consegna come *collateral* dell'operazione, essa procede alla loro valutazione, ovvero alla verifica della loro rispondenza agli *eligibility criteria* previsti in merito. L'utilizzo dei *covered bond* da parte della banca è essenzialmente legato alla necessità di reperire liquidità con riferimento ad un orizzonte temporale di medio e lungo periodo, ad un costo ancora più basso rispetto a quello conseguibile attraverso le altre operazioni di cartolarizzazioni<sup>3</sup>, nonché ad una migliore gestione del *funding liquidity risk*<sup>4</sup>, la cui centralità si è evidenziata soprattutto nel corso della recente crisi finanziaria. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, si sottolinea che i *covered bond* accrescono la capacità della banca emittente di combinare la *duration* delle passività con quella del portafoglio prestiti (ipotecari), consentendo una migliore gestione della propria esposizione al rischio di tasso.

La trattazione dei *covered bond* nell'ambito del capitolo non è solo determinata dalla loro accresciuta importanza come fonte di finanziamento, ma anche dal fatto che il loro mercato può indirettamente avere un forte impatto su quello degli altri strumenti cartolarizzati; è, quindi, importante

<sup>2</sup> Sulle motivazioni che spingono gli enti creditizi a cartolarizzare si veda il par. 2.2.

<sup>3</sup> Cfr. ECB (2008), *Monthly Bulletin*, February.

<sup>4</sup> Cfr. Nadotti, Porzio e Previati (2012); European Covered Bond Fact Book (2009); ECB (2009).

monitorare i suoi sviluppi per valutare il *trend* attuale e futuro di quello della *securitization*<sup>5</sup>.

## 1.2. Le cartolarizzazioni *true sale*

La cartolarizzazione tradizionale (*true sale* o *cash*) può essere definita come la cessione di un *pool* di crediti o altre attività finanziarie non negoziabili da parte di un'istituzione cedente (*originator*) ad una terza società (*special purpose vehicle*, di seguito SPV) *ad hoc* creata, la quale emette strumenti a reddito fisso negoziabili sul mercato secondario, le *asset backed security* (d'ora in ABS). Il capitale e le cedole delle ABS dipendono dai flussi di cassa prodotti dalle attività finanziarie sottostanti (Figura 1.1).

Si tratta di un meccanismo, che, almeno nella sua forma base, è piuttosto semplice, giacché si concretizza nella vendita da parte di un'istituzione, nella fattispecie un intermediario creditizio bancario, di un portafoglio di attività ad una società veicolo, la quale finanzia tale acquisto attingendo fondi dal mercato dei capitali. Tutta l'operazione si basa sul presupposto che gli introiti finanziari incassati e provenienti dagli attivi ceduti vadano a coprire i flussi finanziari necessari per il pagamento degli investitori in ABS, per cui, di fatto, si verifica che i sottoscrittori dei titoli vengono remunerati dai debitori originari.

La transazione con la quale l'*originator* trasferisce le attività allo SPV si perfeziona con un'effettiva vendita e si configura come un *cessione pro soluto*, in base alla quale l'*originator*/cedente non garantisce il veicolo/cessionario dal buon fine del credito. La segregazione patrimoniale dei crediti ceduti si concretizza solamente con la vendita effettiva, poiché solo in questo modo il portafoglio di *asset* ceduti costituisce un patrimonio separato rispetto a quello appartenente al patrimonio dell'*originator*. Il concetto di patrimonio separato opera anche quando il veicolo presta la sua attività in più operazioni di cartolarizzazione; in tal caso, i crediti relativi a ciascuna transazione costituiscono un patrimonio a tutti gli effetti separato sia da quello dell'*originator*, sia da quello relativo alle altre operazioni.

Tale aspetto rappresenta un importante carattere distintivo tra la cartolarizzazione *true sale* e la cessione dei prestiti *pro soluto*, in quanto la prima operazione si caratterizza per lo stretto rapporto che lega gli *asset* ceduti e i

<sup>5</sup> Cfr. ECB (2011a).

titoli emessi, per cui di fatto eventuali interruzioni nei pagamenti delle ABS possono dipendere esclusivamente da situazioni legate ai crediti ceduti<sup>6</sup>.

Si evidenzia che la cessione *pro soluto*, caratterizzata da una maggior semplicità e da un minor costo rispetto alla cartolarizzazione *true sale*, si perfeziona con la semplice vendita di un singolo credito o di un insieme di crediti di dubbio realizzo ad un soggetto esterno alla banca; anche in questo caso si esegue un trasferimento totale del rischio, in quanto l'ente creditizio elimina dal proprio bilancio gli *asset* ceduti, generando liquidità, con una vendita a sconto. L'acquirente può essere un qualunque operatore del mercato interessato all'acquisto del credito, sebbene, nella realtà, esso sia di solito rappresentato da un soggetto, interno o esterno al gruppo di appartenenza della banca cedente, specializzato nella gestione e nel recupero di partite anomale<sup>7</sup>.

Senza scendere troppo nel dettaglio giuridico, secondo le disposizioni della L. n. 130/1999, in Italia la struttura di un'operazione di cartolarizzazione è assimilata ad una cessione plurima e contestuale di crediti, assistita dal regime di particolare favore previsto dall'art. 58 T.U.B. Esso permette la cessione in blocco dei crediti, con il contestuale trasferimento di tutti i privilegi e le garanzie, e, come condizione di efficacia della cessione nei confronti del debitore ceduto, la sua opponibilità verso i terzi, che si concretizza nella pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della notizia dell'avvenuta cessione, in luogo della notifica prevista dall'art. 1264 c.c. Si precisa, inoltre, che nel testo della legge non è previsto un obbligo di cessione *pro soluto* e che la questione, la quale ha un evidente risvolto di ordine economico circa il prezzo di cessione, viene lasciata all'apprezzamento delle parti. Tuttavia, affinché si perfezioni la definitiva uscita del credito dal patrimonio del cedente (e il conseguente beneficio a livello di *ratio* patrimoniali), oltre alla cessione *pro soluto*, è necessaria la definitiva eliminazione dal bilancio del cedente di ogni connesso rischio economico<sup>8</sup>. Se poi il beneficio volesse conseguirsi anche a livello di consolidato, la società cessionaria dovrebbe essere estranea al gruppo cui fa capo la banca cedente.

<sup>6</sup> Cfr. Giannotti (2004).

<sup>7</sup> Cfr. Mottura e Paci (2009).

<sup>8</sup> Tra le modalità di trasferimento dei diritti legali, generalmente sono utilizzati tre metodi: la cessione, la novazione e la partecipazione (sub-partecipazione). Si evidenzia che nell'ordinamento anglosassone viene talvolta impiegata anche la *declaration of trust*. Per un approfondimento sull'argomento si veda Kothari (2006).

### 1.2.1. Struttura dell'operazione

Come si è detto, la cartolarizzazione *true sale* consiste in un'operazione la cui struttura base è piuttosto semplice. Essa si concretizza, infatti, nella selezione da parte dell'*originator* di un portafoglio di attività difficilmente smobilizzabili, tipicamente prestiti, in grado di produrre flussi di cassa periodici e nella sua conseguente cessione al veicolo, il quale, attraverso l'emissione di ABS, raccoglie le risorse finanziarie necessarie per pagare il prezzo del portafoglio acquistato. Il rimborso e la remunerazione dei titoli emessi sono garantiti dalla idoneità del pool di attivi sottostanti a generare flussi di cassa.

Tuttavia, nella prassi operativa, le operazioni di cartolarizzazione risultano ben più complesse rispetto alla struttura *plain vanilla*, in quanto sono più numerosi i soggetti coinvolti nella transazione e molteplici sono, quindi, i servizi da essi offerti. In buona sostanza, si può dire che la cartolarizzazione *plain vanilla* comprende esclusivamente le attività primarie, ossia la cessione dei crediti e l'emissione dei titoli, laddove un'operazione di cartolarizzazione ad elevato grado di complessità prevede anche la presenza di attività complementari, che fungono da supporto a quelle primarie.

Come mostra la Figura 1.1, nelle strutture più articolate è prevista la presenza di un *servicer*, il quale svolge sia la funzione di raccolta e trasferimento dei flussi di cassa dai debitori ceduti al veicolo, sia una funzione di garanzia, in quanto verifica la conformità alla legge e al prospetto informativo delle transazioni concluse nell'ambito dell'operazione, al fine di garantirne la buona riuscita e i primari interessi dei *noteholder*. Inoltre, esso ha l'obbligo di presentare periodicamente al veicolo e alla Banca d'Italia i prospetti contabili che facciano fede degli incassi realizzati, della liquidità disponibile e dei pagamenti effettuati agli investitori e agli altri creditori della SPV.

Altri soggetti solitamente presenti in un'operazione di cartolarizzazione sono le agenzie di *rating*, le quali emettono un giudizio circa il rischio di credito dei titoli rappresentativi degli attivi, altrimenti difficilmente valutabili da parte degli investitori. Si tratta di un'attività di monitoraggio continua, nel senso che essa viene attuata per tutta la durata dell'operazione