

La securitisation degli attivi: gli effetti propulsivi dell'euro

L'avvio dell'euro costituisce una spinta importante per lo sviluppo della cartolarizzazione in Italia e negli altri paesi «in». Per le banche, l'Abs consentirà di gestire più efficacemente il rischio di credito e la liquidità nel nuovo contesto e di contribuire a una struttura patrimoniale e di conto economico più equilibrata.

Mario La Torre

Università di Roma «La Sapienza»

1 Introduzione

L'Asset-backed securitisation (Abs) è una tecnica finanziaria che consente a un'impresa (originator) di cedere crediti, presenti nel proprio attivo di bilancio, a un soggetto esterno (special purpose vehicle), il quale finanzia l'acquisto di tali attività emettendo titoli per un importo pari a quello del portafoglio oggetto di cessione¹. La titolarizzazione degli attivi ha registrato negli anni più recenti un notevole impulso nei paesi europei². La distanza in termini di significatività quantitativa rispetto al mercato statunitense, nel quale tale tecnica è nata e si è sviluppata, è andata via via riducendosi.

È naturale chiedersi, dunque, se l'introduzione della moneta unica nei paesi dell'Unione monetaria (Ume) possa in qualche modo influenzare il ricorso all'Abs, negli ultimi tempi sempre più intenso, da parte degli operatori comunitari.

Le riflessioni che seguono sono state ispirate dall'intento di definire, alla luce del nuovo scenario economico-finanziario caratterizzato dall'euro, le determinanti più significative e i possibili ostacoli per un ulteriore sviluppo dell'Abs europea. L'introduzione della moneta unica inciderà, direttamente e indirettamente, sull'Abs ad almeno quattro livelli, i quali definiscono altrettante aree di analisi; queste riguardano gli aspetti tecnico-contabili, quelli gestionali,

le dinamiche della politica monetaria e, infine, la struttura del mercato (tavola 1).

Tavola 1

Introduzione dell'euro: effetti sull'Abs

Area d'impatto	Fattori rilevanti
Tecnico-contabile	<ul style="list-style-type: none">• introduzione dell'euro• cambi fissi tra valute «in»• nuovi indicatori finanziari
Gestionale	<ul style="list-style-type: none">• rischio di credito• rischi economici• gestione della liquidità• equilibrio economico• obblighi di vigilanza
Politica monetaria	<ul style="list-style-type: none">• rapporti di rifinanziamento• disciplina riserva obbligatoria
Struttura mercato	<ul style="list-style-type: none">• caratteri della domanda• caratteri dell'offerta

2 Gli aspetti tecnico-contabili

Le conseguenze più immediate che l'introduzione dell'euro comporterà per gli operatori economici, sono riconducibili agli aspetti tecnico-contabili. Assumono rilevanza, al riguardo, due fattori: la fissazione, per la fase transitoria, di cambi fissi tra le valute dei paesi «in», e del loro tasso di conversione con l'euro, e la necessità di ridefinire i parametri di indicizzazione delle attività/passività finanziarie³ (tavola 2).

Con inizio dal 1° gennaio 1999, l'euro può essere utilizzato per tutti i pagamenti effettuati con moneta scritturale e le imprese, finanziarie e non, sono libere di scegliere l'euro come moneta di conto. Per quanto non vi sia nessun obbligo, il passaggio all'euro,

¹ Per un'analisi delle strutture operative e dei riflessi gestionali riferibili all'Abs si veda La Torre M, 1995 e 1998 (a).

² Per un maggior dettaglio sullo sviluppo dell'asset securitisation in Europa si veda La Torre M, 1998 (b).

³ Le soluzioni tecniche riferite alle problematiche trattate sono state definite nel d.lgs. 213 del 24 giugno 1998: «Disposizioni per l'introduzione dell'euro nell'ordinamento nazionale a norma dell'art. 1, comma 1, della legge 17 dicembre 1997, n°433».

per l'operatività consentita nella fase transitoria, è condizione necessaria per le imprese più dinamiche. In ogni caso, il tasso di conversione tra le valute nazionali, e tra queste e l'euro, fissato irrevocabilmente dal 1° gennaio 1999, determina, per gli operatori la necessità contabile di:

- convertire le poste in bilancio al cambio prefissato, nel caso si adotti l'euro come moneta di conto;
- rilevare al 31.12.98 le eventuali perdite o guadagni da differenze cambi per le poste già precedentemente denominate in valuta.

Con riferimento alla titolarizzazione degli attivi, appaiono immediate alcune considerazioni.

Scegliere l'euro come moneta di conto significherebbe, per gli originator, erogare nuovi prestiti espressi in euro e ridenominare in euro i crediti già presenti in bilancio; per gli special purpose vehicles (Spv), procedere all'emissione di euro-asset-backed securities. Gli Spv, inoltre, potrebbero ridenominare nella moneta unica i prestiti, già oggetto di cartolarizzazione, ma espressi in altre valute e le relative Abs, compatibilmente con i requisiti stabiliti dalla normativa⁴. Con l'euro, il mercato dell'asset-securitisation troverebbe sicuramente confini più ampi: aumenterebbe, infatti, sia il numero dei potenziali originator che quello dei potenziali investitori disposti ad acquistare euro-Abs. È prevedibile, dunque, che gli operatori non aspetteranno la fine della fase transitoria per progettare euro-Abs. In Italia, anzi, la recente operazione Dolphin n°1 ha proposto al mercato un'euro-titolarizzazione prima ancora del 1° gennaio 1999⁵. Tuttavia, è necessario considerare che, a fronte di tali vantaggi, esistono dei costi di conversione che, per quanto minimi, innalzano la soglia di convenienza delle euro-securiti-

sation portate a termine nella fase transitoria.

In secondo luogo, che si scelga o no di utilizzare l'euro come moneta di conto già dalla fase transitoria, per l'esercizio '98 (che vede bilanci comunque ancora redatti nelle monete nazionali) le imprese devono riportare, per le poste in valuta, le differenze di cambio tra la moneta nazionale e le altre monete Ume, realizzate alla luce dei cambi fissati. Tra le imprese non finanziarie, libere di scegliere il criterio di valutazione delle poste monetarie, risultano più colpite quelle che hanno valutato prima del 1998 a cambi storici; una valutazione al cambio corrente, distribuendo su vari anni le eventuali differenze dei rapporti di cambio tra valute, dovrebbe minimizzare l'impatto della disposizione. Tra gli oneri di una titolarizzazione di crediti in valuta calcolati al costo storico potrebbe essere ricompreso, dunque, anche il costo di eventuali perdite per differenza cambi, da considerare al netto dell'elemento fiscale.

Nell'ipotesi di originator finanziari, tuttavia, tale elemento di costo non sembrerebbe assumere dimensioni rilevanti. La normativa, infatti, già imponeva a questi, per le poste monetarie non immobilizzate, la valutazione «al mercato».

Ridefinizione dei parametri di indicizzazione. L'introduzione della moneta unica e la conduzione della politica monetaria a livello accentrato da parte del Sistema europeo di banche centrali (Sebc) comportano, inevitabilmente, la scomparsa di alcuni indicatori finanziari a carattere nazionale. Il d.lgs. 213/98 (art. 2) chiarisce in proposito le modalità di sostituzione dei vecchi parametri. È stabilito, così, che il tasso sostitutivo del Tus sia determinato periodicamente, per un periodo di massimo cinque anni, dal Governatore della Banca d'Italia, facendo riferimento alle variazioni del tasso di interesse della Bce; gli altri parametri finanziari si considerano automaticamente sostituiti dai nuovi indicatori che i mercati adottano in loro sostituzione: il progetto relativo al tasso Euribor rappresenta, in tal senso, un esempio significativo.

In considerazione di tali previsioni, risulta evidente come i prestiti a tasso variabile, già titolarizzati, vedranno mutare i relativi parametri di indicizzazione; lo stesso varrà anche per le Abs a tasso variabile.

Le nuove operazioni di Abs dovranno essere parametrize a indicatori finanziari che riflettono le dinamiche di un merca-

Tavola 2

L'euro e gli aspetti tecnico-contabili: effetti sull'Abs

Fattori rilevanti	Determinanti	Ostracoli
Introduzione dell'euro	Ampliamento del mercato	Costi di conversione
Cambi fissi	Guadagni da differenze cambio	Perdite da differenze cambio
Nuovi parametri finanziari di indicizzazione	Ampliamento del mercato	Necessità di interpretare le dinamiche del Sebc

⁴ Il d.lgs. 24 giugno 1998 n. 213 (artt. 11, 12 e 13) consente la possibilità di ridenominare i titoli di debito privati purché si tratti di titoli fungibili, con taglio minimo non inferiore al milione e con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

⁵ Si fa riferimento all'operazione, datata luglio 1998, tramite la quale Paribas e Finanziaria Internazionale hanno smobilizzato crediti al consumo, originati da Findomestic, attraverso l'emissione di euro-Abs per un valore di 311 miliardi di euro.

to integrato e che risentono degli impulsi di una politica monetaria gestita a livello unitario. È evidente come la costruzione di spread adeguati tra tassi pagati sui prestiti originari e tassi pagati agli investitori di Abs richiederà, da parte degli intermediari che confezionano operazioni di asset-securitisation, una spiccata sensibilità interpretativa delle dinamiche monetarie e finanziarie dell'Ume.

3 I riflessi gestionali

La costituzione dell'Ume è caratterizzata da almeno tre mutamenti dello scenario economico-finanziario: la scomparsa delle monete nazionali e dei rapporti di cambio tra i paesi dell'Unione; una politica monetaria unica e la conseguente convergenza dei tassi di interesse nell'area europea; un deciso spostamento da una finanza indiretta a un più intenso ricorso ai mercati da parte degli operatori. Questi tre elementi sono sufficienti a determinare importanti cambiamenti nelle dinamiche gestionali delle imprese e degli intermediari finanziari in particolare. In quest'ottica, ciascuna tecnica finanziaria assume significatività diversa a seconda delle nuove urgenze e dei nuovi vincoli che gli operatori dovranno affrontare. Il nuovo quadro di riferimento ridisegna, in qualche misura, anche determinanti e rischi della titolarizzazione degli attivi. In linea teorica, il ricorso all'Abs, da parte di imprese finanziarie e non, può essere determinato da diverse esigenze. Tra queste assumono importanza:

- a** la necessità di gestire il rischio di credito implicito nei prestiti concessi;
- b** la necessità di gestire alcuni tipici rischi economici: rischio di cambio e rischio di tasso di interesse;
- c** la necessità di gestire la liquidità;
- d** la necessità di governare le dinamiche del conto economico;
- e** la necessità, per le imprese finanziarie, di minimizzare gli oneri derivanti dagli obblighi di vigilanza.

Di seguito, si cercherà di cogliere se, e in quale misura, l'introduzione della moneta unica nell'area Ume possa svilire o accrescere la significatività delle determinanti richiamate.

La gestione del rischio di credito. Tra gli effetti attesi dell'introduzione dell'euro, la convergenza al ribasso dei tassi di

interesse nei diversi paesi dell'Ume, l'appiattimento della curva dei rendimenti e la minore volatilità dei tassi aumenteranno l'attenzione che i finanziatori dedicano alla variabile rischio di credito. In uno scenario come quello configuratosi, è possibile, infatti, prevedere che:

- le imprese migliori si finanzino direttamente sul mercato in modo sempre più sistematico;
- l'eccesso di offerta di credito indiretto spinga, in qualche misura, gli intermediari verso i prenditori marginali;
- le differenze tra i tassi praticati siano spiegate essenzialmente dai diversi meriti di credito dei soggetti finanziati, ma rimangano comunque contenute per risultare coerenti con i livelli guida del mercato.

Ai prestatori di fondi si presentano, dunque, due alternative. Da un lato, limitare l'offerta di credito ai soli prenditori di buona qualità, che per ragioni di diversa natura, quali ad esempio la dimensione relativa, non siano in grado di accedere al mercato; dall'altro finanziare gli operatori con più basso standing creditizio, praticando combinazioni rischio-rendimento non perfettamente coerenti. È difficile prevedere quale possa risultare l'effetto netto sul livello del rischio creditizio complessivo sopportato dai finanziatori. Rimane indubbio, tuttavia, che gli intermediari che meno sapranno affiancare le imprese nell'accesso al mercato e che non sapranno ritagliarsi una nicchia in particolari segmenti di clientela vedranno aumentare la quota di prenditori marginali tra i loro affidati.

In tale contesto, la funzionalità dell'Abs nella gestione del rischio creditizio assume maggior rilievo. La titolarizzazione dei prestiti di buona qualità può facilitare il contenimento del rischio di credito sopportato dai finanziatori, consentendo politiche di diversificazione del portafoglio crediti, sostenute dalla liberazione di risorse finanziarie destinabili ad attività di natura differente. La cartolarizzazione dei prestiti di qualità inferiore consente di redistribuire il rischio implicito nei finanziamenti concessi tra diversi operatori. È innegabile, tuttavia, che la pratica, peraltro già riscontrata in Italia, di titolarizzare prestiti non in bonis, deve rimanere contenuta ed essere sostenuta da schemi di titolarizzazione pensati ad hoc. È importante che il rischio venga ripartito tra operatori in grado di gestirlo. In tale ottica, è auspicabile il consolidarsi di strutture

di Abs che, da un lato abbiano ad oggetto prestiti depurati, in tutto o in parte, dal rischio creditizio, attraverso ad esempio l'utilizzo di credit derivatives, dall'altro prevedano forme di garanzia innovative da affiancare a quelle tradizionali⁶. In caso contrario, le operazioni si tradurrebbero in un semplice trasferimento di rischio dall'originator agli investitori finali, con possibili effetti destabilizzanti sull'intero sistema.

La gestione dei rischi di cambio e di tasso di interesse. Storicamente, una delle determinanti più significative della titolarizzazione degli attivi fa riferimento all'esigenza degli intermediari finanziari di ricorrere a strumenti alternativi per la gestione dei rischi economici. In particolare, la gestione del rischio di tasso di interesse è stato uno dei drivers più importanti dello sviluppo dell'Abs negli Stati Uniti. La possibilità di ristrutturare il bilancio, a seguito della vendita degli attivi titolarizzati e l'impiego dei fondi liquidi resisi disponibili, rende l'asset-backed securitisation una tecnica estremamente funzionale alla gestione di tutti quei rischi determinati dal mismatching tra attività e passività dello stato patrimoniale.

La creazione di un'unica area monetaria nei confini europei, tuttavia, limita, di certo, il peso dei rischi derivanti da oscillazione dei cambi e dei tassi di interesse. La fissazione dei rapporti tra valute Ume, e la successiva scomparsa di queste a favore dell'euro, annulla il rischio di cambio nel mercato unico. La politica monetaria accentrata, riducendo al minimo le oscillazioni dei tassi e le differenze dei rendimenti in ambito locale, minimizza le esposizioni al rischio di tasso di interesse degli operatori. In quest'ottica, è indubbio che l'Abs, come strumento di gestione di tali rischi, perde parte della sua originaria significatività. Questo risulta vero, soprattutto, per quelle imprese e quegli intermediari che confinano la propria operatività in ambito Ume. Gli operatori che, al contrario, intraprenderanno o intensificheranno i rapporti con i paesi extra-Ume dovranno, comunque, continuare a fronteggiare le oscillazioni dei cambi e dei tassi. L'Abs rimarrà, dunque, per le realtà più intraprendenti e sofisticate, un importante strumento di gestione dei rischi economici.

La gestione della liquidità. L'introduzione della moneta unica contribuisce ad accelerare, anche in Europa, quel pro-

cesso di securitisation che spinge gli operatori a rivolgersi direttamente al mercato per risolvere le proprie esigenze di finanziamento. In questo contesto, l'Abs, come fonte alternativa di fondi, assume maggiore rilevanza, sia per le imprese finanziarie che per quelle industriali e commerciali.

Per le prime, la titolarizzazione degli attivi può costituire una delle soluzioni al processo di disintermediazione che assumerà, nei prossimi anni, dinamiche ancora più marcate. Grazie all'Abs vengono liberate, infatti, risorse liquide generate dallo smobilizzo di attività già presenti in bilancio.

Per le imprese non finanziarie, l'Abs rappresenta un canale particolare di accesso diretto al mercato. La tipica architettura di un'operazione di Abs consente, infatti, di offrire agli investitori titoli che godono di un rating generalmente più elevato di quello dell'emittente. In quest'ottica, la titolarizzazione degli attivi diviene un'importante alternativa a un tradizionale prestito obbligazionario, in particolare per le imprese che non godono di ottima salute o per quelle non conosciute sui mercati.

Infine, è possibile prevedere che una maggiore esigenza di liquidità, da parte degli intermediari finanziari e delle imprese, possa derivare dall'intensificarsi dei processi di concentrazione. La necessità di reperire fondi liquidi per finanziare i processi di crescita può essere soddisfatta anche ricorrendo allo smobilizzo di alcune categorie di attività. Verrebbero soddisfatte, così, due esigenze: quella finanziaria, relativa al reperimento di fondi realizzato senza appesantire gli indici di indebitamento; quella gestionale, nella misura in cui le disponibilità fossero utilizzate per ricomporre lo stato patrimoniale nel rispetto di una maggiore coerenza con le caratteristiche operative del nuovo partner.

A fronte di tali determinanti che esaltano la funzionalità dell'Abs come fonte di liquidità, si contrappongono elementi di incertezza sull'effettivo grado di liquidità delle asset-backed securities. Un mercato relativamente giovane, e poco testato come quello delle Abs, può generare tra gli investitori, e tra gli originator, un effetto di liquidity illusion che potrebbe interessare gli originator stessi e le controparti garanti, chiamati in ultima istanza a garantire la liquidità effettiva dei titoli.

⁶ Nell'operazione di Abs *Sardegna n°1*, che ha visto la titolarizzazione di prestiti in sofferenza originati dal Banco di Sardegna, la quota di Abs destinata ad investitori privati è stata garantita da un portafoglio di titoli di Stato di ammontare equivalente.

Le dinamiche del conto economico. Il mercato della moneta unica impone, in particolare agli intermediari finanziari, un ripensamento della propria strategie operative. Il ricorso ai finanziamenti diretti da parte delle imprese e l'appiattimento della curva dei rendimenti, sviscono la significatività della tradizionale attività di intermediazione. Il diverso contesto finanziario si riflette inevitabilmente sulle dinamiche del conto economico degli intermediari. I ricavi da interesse non rappresentano più la fonte sicura, prioritaria o esclusiva dei loro guadagni. Solo le imprese finanziarie più sofisticate, tuttavia, riusciranno a compensare la diminuzione del contributo da interessi con un aumento del margine da servizi.

La tecnica dell'Abs può rappresentare uno strumento idoneo a sostenere la riconversione delle fonti di ricavo.

Gli intermediari che parteciperanno a operazioni di titolarizzazione in qualità di originator saranno in grado di compensare la diminuzione del margine di interesse attraverso tre alternative. Lo smobilizzo degli attivi libera risorse che possono essere utilizzate per nuovi finanziamenti, della stessa natura o di natura diversa; il volume delle attività rimane invariato ma se l'originator assume il ruolo di servicer ottiene un duplice vantaggio: aumenta il numero dei propri clienti, continuando a gestire direttamente i contatti con i debitori ceduti; aggiunge ai ricavi da interessi ricavi da servizi che gli provengono dall'attività di gestione dei flussi. Come seconda alternativa, i fondi liberati dalla cartolarizzazione possono essere utilizzati per attuare una ricomposizione dell'attivo a favore di investimenti più redditizi rispetto ai crediti ceduti. Nell'immediato, infine, la titolarizzazione consente di iscrivere in bilancio i ricavi ottenuti dalla vendita dei prestiti. Quest'ipotesi si verifica nell'eventualità che si riesca a cedere i crediti a un valore superiore a quello contabile. In un contesto di tassi di mercato convergenti al ribasso, qual'è quello della moneta unica, è presumibile che i prestiti a tasso fisso concessi in passato dalle istituzioni finanziarie possano esprimere un valore di mercato superiore a quello contabile. Spetterà, comunque, all'intermediario scegliere se mantenere gli attivi in bilancio o dismetterli realizzando un profitto immediato. Una simile attitudine può favorire la dismissione dei prestiti più

redditizi. Per l'intermediario si pone il problema di ricomporre l'attivo, sostituendo adeguatamente i crediti di qualità titolarizzati.

L'Abs, tuttavia, può rappresentare una fonte di ricavi da servizi in particolare, e soprattutto, per quelle istituzioni finanziarie che saranno in grado di proporsi alle imprese e agli altri intermediari come arranger di operazioni di titolarizzazione. In questo caso, sarà la capacità di fornire servizi di consulenza e assistenza finanziaria a giocare un ruolo determinante per imporsi su tale mercato.

Gli obblighi di vigilanza. Per gli intermediari finanziari, l'Abs può rappresentare una via per minimizzare, o eludere, alcuni degli oneri derivanti dal rispetto degli obblighi di vigilanza. In particolare, i vincoli di capital adequacy, gli obblighi di riserva e le forme di protezione dei depositi rappresentano, per le imprese finanziarie, costi che gravano direttamente o indirettamente sul conto economico. L'armonizzazione delle norme di vigilanza del settore finanziario ha preceduto, per i paesi dell'Unione, l'introduzione della moneta unica. L'euro si inserisce, dunque, in un contesto che, da questo punto di vista, si presenta già altamente omogeneizzato. È chiaro da tempo quale configurazione, e quale peso relativo, abbiano assunto, secondo il nuovo assetto, le diverse aree di regolamentazione. Il quadro di riferimento, dunque, consente di definire in una prima approssimazione, sia il trattamento che le norme di vigilanza riservano alle operazioni di titolarizzazione, sia il ruolo dell'Abs come strumento di gestione degli obblighi di vigilanza.

Rispetto alla prima questione, la Banca d'Italia si è espressa ufficialmente chiarendo il rapporto tra Abs e coefficiente di solvibilità e tra Abs e riserva obbligatoria. L'eventuale computo degli attivi titolarizzati nel calcolo del coefficiente di solvibilità è stabilito ad hoc per le singole operazioni, avendo riguardo al grado di rischio effettivo che rimane in capo all'intermediario originator; i fondi ottenuti dalla titolarizzazione non vengono considerati depositi e, dunque, non fanno parte dell'aggregato soggetto a riserva obbligatoria. Per estensione, pur in assenza di un chiarimento esplicito, è possibile ritenere che tali fondi non rientrino nello schema di assicurazione dei depositi.

Tavola 3

L'euro e gli aspetti gestionali: effetti sull'Abs

Factori rilevanti	Determinanti	Ostacoli
Rischio di credito	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento dei prenditori marginali • Innovazioni nelle forme di garanzia 	Capacità gestionale degli originator
Rischi economici	<ul style="list-style-type: none"> • Espansione dell'operatività extra Ume 	<ul style="list-style-type: none"> • scomparsa del rischio di cambio nell'area Ume • minore significatività del rischio di interesse nell'area Ume
Gestione liquidità	<ul style="list-style-type: none"> • processo di disintermediazione • facilità di accesso al mercato tramite Abs con rating autonomo 	Liquidity illusion
Equilibrio economico	<ul style="list-style-type: none"> • aumento dei ricavi da servizi • ricavi da cessione 	Incapacità di ricomporre adeguatamente l'attivo alle nuove condizioni di mercato
Obblighi di vigilanza	<ul style="list-style-type: none"> • vincoli di capital adequacy • schemi di protezione dei depositi 	Disciplina della riserva obbligatoria

Si impongono almeno due conclusioni. Rispetto alla rischiosità dell'attivo, la tecnica della cartolarizzazione continuerà ad avere un ruolo importante, a patto che si strutturi l'operazione in modo tale da limitare il grado di rischio sopportato dall'originator. Emerge, ancora una volta, così come per la gestione del rischio creditizio, l'importanza di progettare, per il futuro, schemi operativi dotati di forme di garanzia esterne o incorporate negli attivi ceduti. Solo in tal modo l'originator potrà assicurarsi un trattamento fuori bilancio, abbassando la rischiosità del proprio attivo e liberando patrimonio di vigilanza.

Importante può risultare l'utilizzo dell'Abs anche con riferimento agli schemi di protezione dei depositi. Tramite la cartolarizzazione, sarà possibile reperire fondi non soggetti a premi assicurativi. La possibilità di eludere l'onere implicito costituito dall'obbligo di riserva, al contrario, pur costituendo una via tecnicamente percorribile, è sminuita nella sua significatività, dalla riduzione, a livello comunitario, dell'aliquota di riserva e non sembra, in generale, rappresentare, per il futuro della securitisation degli attivi, una determinante di rilievo. Tuttavia, la nuova disciplina della Rob in vigore dal 1°

gennaio 1999, induce ad attenuare il carattere perentorio di una simile conclusione. La detrazione fissa di 100.000 euro, coerentemente a quanto disposto dal Sebc, trasforma la Rob in un obbligo effettivo anche per quelle banche di piccole e medie dimensioni che secondo la precedente normativa nazionale ne erano esentate. Per queste, la Rob costituisce un nuovo onere da gestire⁷.

4 La politica monetaria

Tra le variabili che possono, direttamente o indirettamente, influire sulle condizioni di sviluppo dell'asset-backed securitisation la politica monetaria, così come configurata nel nuovo assetto comunitario, può assumere un ruolo significativo.

Con l'avvio della terza fase dell'Unione, le strategie di politica monetaria adottate dal Sebc si avvalgono di strumenti e procedure operative per molti aspetti diverse da quelle attualmente utilizzate dalle banche centrali, e in particolare dalla Banca d'Italia. Secondo quanto previsto, il Sebc ha a disposizione operazioni di mercato aperto (operazioni di rifinanziamento principali, operazioni di finanziamento a più lungo termine, operazioni di fine-tuning, operazioni di tipo strutturale) e operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (refinanziamento marginale, deposito presso la Banca centrale); può inoltre avvalersi dell'obbligo di riserva obbligatoria (Rob) al fine di stabilizzare i tassi a breve e controllare la crescita della base monetaria (tavola 4). Sembra scontato, tuttavia, che si assisterà a un ricorso accentuato alle operazioni di mercato aperto mentre gli altri strumenti, e in particolare la riserva obbligatoria, assumeranno, rispetto a queste, un ruolo marginale.

Per il sistema bancario italiano, il quadro delineato impone una maggiore attenzione verso la gestione della liquidità. La ridotta significatività della Rob, determinata anche da una riduzione dell'aliquota verso il livello medio europeo, si traduce in una consistente liberazione di risorse per le banche italiane; l'effetto netto sulla liquidità del sistema, tuttavia, deve tener conto di altri aspetti collegati alle nuove dinamiche di politica monetaria. In primo luogo, la diminuzione dell'onere di riserva obbligatoria non riguarda le banche di piccole dimensioni che, in base alla nuova franchigia più eleva-

⁷ Secondo le nuove Istruzioni di vigilanza, dal 1° gennaio 1999 rimarrebbero escluse dall'obbligo di riserva solamente le banche con un aggregato inferiore a 5 milioni di euro.

ta, si trovano, da gennaio 1999, a dover costituire riserva per la prima volta. In secondo luogo, il sistema bancario italiano dovrà fronteggiare una maggiore contendibilità della base monetaria: basti pensare che alle operazioni di rifinanziamento principali del Sebc partecipano più di 2.000 istituzioni bancarie europee, contro la cinquantina di banche domestiche che ricorrevano ai pct della Banca d'Italia. L'approvvigionamento di liquidità sarà, quindi, condizionato da una forte concorrenza cui le banche italiane non sono abituate. Inoltre, le procedure operative prevedono la necessità di offrire in garanzia al Sebc titoli stanziabili e di onorare i margini iniziali e di variazione con depositi di liquidità. Infine, la gestione complessiva della liquidità dovrà essere perseguita ricorrendo anche a nuovi strumenti di approvvigionamento per l'utilizzo dei quali occorrerà creare una specifica professionalità.

In tale contesto ogni strumento finanziario in grado di generare risorse liquide assume una forte significatività. L'Abs, nella sua funzione di liquidity enhancing instrument, può rappresentare una valida alternativa nella gestione dei fabbisogni di liquidità strutturali degli intermediari bancari.

Anche la detenzione in portafoglio di titoli Abs può essere funzionale per un più veloce adeguamento ai nuovi meccanismi di politica monetaria. I titoli stanziabili, necessari per finanziarsi presso il Sebc, distinti in due classi (Tier1 e Tier2), devono rispondere a precise caratteristiche. Tra i requisiti comuni a entrambe le classi, assumono importanza la denominazione in euro e l'emissione (o la garanzia) da parte di enti situati nell'area dell'Ume. Per la classe più selettiva, Tier1, (che comprenderà titoli utilizzabili in tutte le operazioni di finanziamento) sono richiesti, tra l'altro, la natura obbligazionaria e la quotazione (o negoziazione) in mercati regolamentati.

Sono caratteristiche, queste, che possono risultare proprie di molte Abs, le quali sono spesso quotate o negoziate su mercati regolamentati, sono opportunamente garantite e presentano un elevato standing creditizio avvalorato da un'agenzia di rating. La possibilità di ricomprendere le Abs in una delle due classi di titoli stanziabili assume ancora maggior rilievo se si considera la scarsa numerosità dei titoli italiani che godono di tali requisiti.

Tavola 4

L'euro e la politica monetaria: effetti sull'Abs

Fattori rilevanti	Determinanti	Ostacoli
Rifinanziamento	<ul style="list-style-type: none"> • Maggiore contendibilità della base monetaria • Fungibilità delle Abs come titoli stanziabili 	
Disciplina Rob	Aumento della soglia di esenzione a 5 milioni di euro	<ul style="list-style-type: none"> • aggregato comprensivo dei titoli di debito? • estensione dell'obbligo a tutti gli intermediari finanziari?

Rimane un'ultima questione aperta: il rapporto tra titolarizzazione degli attivi e nuovo regime di riserva obbligatoria. Secondo l'attuale normativa, la cessione di credito non dovrebbe comportare onere di riserva per l'originator. Al margine rimane, comunque, un dubbio che riguarda gli Spv. Nell'ipotesi che la disciplina della Rob venisse estesa dalle banche a tutti gli intermediari finanziari, per motivi di parità concorrenziale, questi si vedrebbero soggetti all'onere di riserva, sempre nei limiti di un'eventuale franchigia. Il nuovo aggregato della Rob, infatti, potrebbe includere sia i pct che i titoli di debito; tale configurazione catturerebbe tutte le emissioni di Abs assimilabili alle obbligazioni.

5 La struttura del mercato

L'Unione monetaria instaura dinamiche che, in tempi più o meno rapidi, condizioneranno la struttura del mercato dell'asset-backed securitisation.

L'introduzione della moneta unica, di per sé, è già sufficiente a dettare un primo effetto, tanto scontato quanto importante: l'ampliamento del mercato potenziale della titolarizzazione. Le Abs denominate in euro faranno riferimento a un mercato di investitori domestici più esteso e, al tempo stesso, verranno valutate con maggiore attenzione anche dagli investitori esterni all'area Ume. Gli intermediari finanziari specializzati nella definizione delle operazioni di cartolarizzazione non vedranno più confinati i potenziali clienti-originator a quelli nazionali.

Tuttavia, al di là degli effetti in termini di volumi, il mer-

cato della titolarizzazione potrà registrare nuove dinamiche che condizioneranno i caratteri tipici della domanda e dell'offerta dell'Abs.

Dal lato della domanda, le maggiori spinte innovative potranno derivare dall'intensità dello spostamento dalla finanza indiretta ai mercati. Quanto più questo processo sarà veloce, tanto più l'attività creditizia tradizionale sarà riferita a realtà imprenditoriali locali e di ridotte dimensioni e al settore famiglie. I ritmi di espansione registrati negli ultimi anni dal credito al consumo confermano la crescente importanza che alcuni settori meno tradizionali stanno assumendo, anche nella realtà del mercato italiano del credito⁸. I prestiti di elevata entità concessi dagli intermediari finanziari faranno sempre più riferimento a realtà imprenditoriali con standing creditizio poco elevato, e dunque non in grado di accedere direttamente al mercato.

In quest'ottica, è possibile prevedere che anche la titolarizzazione degli attivi, così come la immaginiamo oggi, possa riguardare sempre di più crediti vantati da imprese di ridotte dimensioni o prestiti erogati dagli intermediari finanziari alle piccole e medie imprese e alle famiglie. Tra gli attivi oggetto di titolarizzazione, aumenterà, in futuro, il peso di quelli caratterizzati da importi medi più ridotti.

Questo percorso potrebbe, tuttavia, accrescere le ipotesi di titolarizzazioni di prestiti in stato di anomalia. La maggiore presenza, accanto ai crediti concessi ai clienti marginali, di attività vantate nei confronti del settore famiglie, potrebbe tradursi in un aumento del volume delle sofferenze sopportate dagli intermediari creditizi. Tale settore ha, infatti, registrato negli ultimi anni un tasso sofferenze su impieghi superiore a quello del settore imprese⁹.

Tavola 5

L'euro e Abs: effetti sulla struttura del mercato

Factori rilevanti	Determinanti	Ostacoli
Caratteri della domanda	Aumento titolarizzazione di prestiti di importo ridotto concessi a piccole-medie imprese o famiglie	Aumento titolarizzazione di prestiti in stato di anomalia
Caratteri	<ul style="list-style-type: none"> • esigenza di Conduit • frammentazione dei ruoli • maggiore specializzazione 	

Un simile scenario non potrà non comportare mutamenti strutturali anche dal lato dell'offerta. In particolare, la necessità, tipica di ogni evento di Abs, di raggiungere un volume minimo che assicuri la convenienza dell'operazione, viene soddisfatta, normalmente, concentrando attività tra loro omogenee. La riduzione degli importi medi dei prestiti titolarizzabili potrebbe forzare gli intermediari a prevedere forme di aggregazione di attività simili ma riferite a originator differenti, anche appartenenti a mercati geografici diversi. Verrebbe così a crearsi, nel mercato, l'esigenza di una figura particolare, simile ad alcune conduit operanti negli Stati Uniti, che assolva il compito di «originator degli originator», accentrando presso di sé attività omogenee ma di importi differenti e di diversa provenienza. In tale ottica, ad esempio, il ruolo degli istituti centrali per alcune categorie di banche di ridotta dimensione può risultare strategico e imprescindibile per lo sviluppo dell'asset securitisation in alcune nicchie di mercato.

Infine, l'integrazione del mercato dell'Abs, stimolata anche dalla commistione degli attivi provenienti da originator differenti, contribuirà a accentuare il carattere specialistico svolto dai diversi soggetti che generalmente prendono parte a uno schema di Abs. I programmi di titolarizzazione saranno frammentati in fasi operative sempre più ristrette, cui corrisponderanno compiti più specifici risolvibili solo da istituzioni altamente sofisticate e specializzate.

6 Conclusioni

L'environment economico-finanziario disegnato dall'euro propone anche per la securitisation degli attivi nuovi modelli di sviluppo. Questi sono riconducibili alle determinanti e ai rischi dell'Abs che, rivisitati in relazione alle mutate dinamiche di mercato, assumono maggiore o minore significatività (tavola 6).

Da un punto di vista tecnico-contabile, l'introduzione dell'euro, consente agli operatori, già dalla fase transitoria, di progettare schemi di titolarizzazione denominati nella nuova moneta unica, ponendo, così, le basi per un mercato potenziale più vasto di quelli domestici. Agli oneri della conversione, tut-

⁸ Secondo i dati riportati dalla *Relazione Annuale* della Banca d'Italia, il credito al consumo ha registrato ritmi di crescita pari al 12 e al 20%, rispettivamente nel 1996 e nel 1997.

⁹ Secondo i dati forniti dalla Banca d'Italia, nel 1997 le famiglie produttrici vantavano un rapporto sofferenze rettifiche/impieghi pari a 15,9% contro l'11,8% delle imprese.

Tavola 6

L'introduzione dell'euro: determinanti e vincoli per l'Abs

Variabili	Determinanti	Vincoli
Tecnico-contabili:		
ampliamento del mercato	•	
guadagni da differenze cambi	•	
costi di conversione		•
perdite da differenze cambi		•
interpretazione dinamiche del Sebc		•
Gestionali:		
nuove forme di garanzia per gli investitori	•	
aumento dei prenditori marginali	•	
scomparsa del rischio di cambio nell'Ume		•
ridotta significatività del rischio di interesse nell'Ume		•
processo di disintermediazione	•	
facilità di accesso al mercato	•	
espansione dell'attività extra Ume	•	
liquidity illusion		•
aumento dei ricavi da servizi	•	
ricavi da cessione	•	
capacità di ricomposizione dell'attivo		•
vincoli di capital adequacy	•	
schemi di protezione dei depositi	•	
disciplina della Rob		•
Politica monetaria:		
maggior contendibilità della base monetaria	•	
stanzialità dei titoli Abs	•	
definizione aggregato soggetto a Rob		•
istituzioni soggette alla Rob		•
innalzamento soglia di esenzione	•	
Mercato:		
aumento dei prestiti di ridotte dimensioni	•	
frammentazione e specializzazione dell'offerta	•	
aumento dei prestiti di bassa qualità		•

tavia, dovranno essere aggiunte, per i prestiti denominati in valuta, le eventuali perdite da differenza cambi; voci, queste, che si sommeranno, almeno nella fase transitoria, ai tradizionali costi di una titolarizzazione. Inoltre, Abs destinate al mercato unico imporranno la conoscenza delle dinamiche monetarie e finanziarie dell'Ume, data la necessità di agganciare i rendimenti delle Abs ai nuovi parametri finanziari che sostituiranno quelli nazionali.

L'introduzione dell'euro configura un nuovo equilibrio tra le tipiche determinanti gestionali che motivano il ricorso alla titolarizzazione degli attivi da parte degli originator. L'Abs come strumento di gestione dei rischi economici vede relativizzato il proprio ruolo in relazione alla minore rilevanza dei rischi di cambio e di tasso di interesse nell'area Ume. La possibilità di ristrutturare, tramite la cartolarizzazione, la struttura quanti-qualitativa del bilancio, tuttavia, conferma l'Abs

quale importante strumento di gestione della liquidità. Per gli intermediari finanziari, la titolarizzazione si presenta come una modalità utile a minimizzare gli effetti del processo di disintermediazione che si prevede sempre più intenso; per le imprese, come uno strumento che agevola il reperimento di fondi tramite ricorso al mercato.

Anche le nuove dinamiche del conto economico possono essere più facilmente gestite ricorrendo alla titolarizzazione. Questo è vero soprattutto per gli intermediari finanziari. La riduzione del margine di interesse può essere compensata da una ricomposizione dell'attivo, realizzabile con i fondi liberati dalla cartolarizzazione, oppure da un aumento dei ricavi da servizi che possono derivare dalla partecipazione a programmi di Abs.

Per gli intermediari finanziari, inoltre, la titolarizzazione può risultare funzionale anche alla gestione di alcuni obblighi di vigilanza, in particolare vincoli di capital adequacy e forme di assicurazione dei depositi.

Tuttavia, il nuovo quadro di riferimento potrebbe condurre gli originator a intraprendere comportamenti di moral hazard. La possibilità di un aumento di offerta di credito ai prenditori marginali, favorita dalle nuove condizioni economico-finanziarie e dalla ristrutturazione dei mercati, potrebbe accrescere la quota di prestiti in stato di anomalia oggetto di titolarizzazione. Per evitare che venga trasferito al mercato un rischio eccessivo, o comunque non coerente con le attitudini dei diversi attori partecipanti a un programma di Abs, occorrerà progettare strutture operative che garantiscano un'equilibrata redistribuzione del rischio creditizio implicito nei crediti titolarizzati.

I nuovi meccanismi di politica monetaria legati all'introduzione dell'euro, possono risolversi, per gli intermediari finanziari, in determinanti della securitisation degli attivi, per almeno due ordini di motivi. La maggiore contendibilità della base monetaria e le difficoltà, almeno iniziali, di apprendimento delle nuove tecniche di finanziamento, accrescono la significatività degli strumenti che contribuiscono a coprire fabbisogni strutturali di liquidità. La detenzione in portafoglio di Abs può agevolare il ricorso al finanziamento presso il Sebc, nell'eventualità che queste rispondano ai requisiti richiesti per i titoli stanziali.

In uno scenario che, pur con alcune riserve, continua a favorire lo sviluppo dell'asset-backed securitisation, è possibile prevedere, dal lato della domanda un maggior peso, tra gli attivi titolarizzati, dei prestiti di ridotta dimensione erogati alle piccole e medie imprese e al settore famiglie. Dal lato dell'offerta, un doppio trend legato, da un lato, alla frammentazione dei processi produttivi, dall'altro, a una più spinta concentrazione riferita ai singoli stadi operativi. L'integrazione dei mercati e la commistione degli attivi oggetto di uno stesso programma promuoveranno pochi intermediari come leader nei diversi ruoli ricopribili.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV.**, «Gli strumenti di politica monetaria del Sebce», in *Matching Speciale euro*, aprile 1998;
- ABI**, 1996, «Progetto EMU. La Banca Centrale europea come prestatore di ultima istanza-Profilo di vigilanza e riflessi per le banche», dicembre; in *EuroABI-BlueBook*
- 1998, Atti del Convegno «l'Us, l'Euribor e gli altri parametri finanziari nell'area euro», 13 ottobre 1998, in *EuroABI-BlueBook*.
- Baglioni A.**, «La politica monetaria unica nell'area dell'euro. Il quadro istituzionale e operativo», in *Banche e Banchieri*, n°3, 1997;
- Banca Commerciale Italiana**, 1995, «L'Unione monetaria europea e l'Italia: conseguenze economiche ed impatto sul sistema bancario», in *Tendenze Monetarie*, n°73;
- 1997, «Effetti di lungo termine dell'Unione monetaria sull'economia italiana: tassi di interesse e trasformazione del sistema finanziario», in *Tendenze monetarie*, n°76;
- Banca d'Italia**, 1997 (a), *Bollettino Economico* edizione speciale euro, gennaio;
- 1997 (b), «La politica monetaria unica nella terza fase», in *Bollettino Economico*, n°28, febbraio;
- Comana M.**, «Le strategie delle banche italiane di fronte all'unificazione monetaria», in *Banche e Banchieri*, n°6, 1997;
- Federazione Bancaria europea**, *Effects of EMU on the Framework of the Regulation and Supervision of Banks*, febbraio, 1996;
- Forestieri G.**, «Le banche italiane e l'euro», in *Economia & Management*, n°6, 1997;
- Hudd D., Voisey P. e Carne B.**, «Loan Securitisation and risk transfer», in *The ISR legal guide to securitisation*, International Securitisation Report, settembre, 1998;
- I.M.E.**, *La politica monetaria unica nella terza fase. Definizione dell'assetto operativo*, Gennaio, 1997;
- La Torre M.**, 1995, *Securitisation e Banche*, Il Mulino, Bologna;
- 1998 (a), «Le politiche finanziarie e il processo di securitisation», in *Il Manuale del Leasing*, a cura di Carretta A. e De Laurentis G., Egea, Milano;
- 1998 (b), «L'asset-backed securitisation: l'esperienza europea», in *Banche e Banchieri*, n°1;
- Leone P.**, «Il passaggio all'euro. Effetti sui mercati e sulle condizioni di operatività delle banche», in *Lettera Marketing*, n°1, 1998;
- Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica**, «Schema nazionale di piazza», maggio, 1998 in *EuroABI BlueBook*;
- Monti E.**, «Il sistema bancario italiano e l'introduzione della moneta unica europea», in atti del Convegno *L'impatto dell'euro sul sistema bancario italiano*, Milano, 22 e 23 aprile 1997;
- Noer B.**, «Paribas Fries Big Fish in Dollin», in *International Securitisation Report*, n°31, settembre, 1998
- Pietrabissa E.**, «La banca specialista: una via (quasi) obbligata», in *Bancaria*, n°11, 1997;
- Rutigliano M.**, *I riflessi dell'euro sui bilanci delle banche e delle imprese da affidare*, SDA-Bocconi, Area Credito e Assicurazioni, febbraio, 1998.