

Securisation e vigilanza dopo Basilea 2: la normativa italiana

La definizione delle regole di vigilanza prudenziale e di quelle necessarie alla misurazione dell'assorbimento patrimoniale in relazione al rischio di credito di un'esposizione da Abs ha facilitato l'accesso alla cartolarizzazione da parte degli intermediari finanziari. La standardizzazione delle regole di misurazione del patrimonio utile ai fini di vigilanza ha generato certezza sull'impatto delle operazioni di Abs in termini di requisiti patrimoniali e ha consentito agli operatori di programmare operazioni di cartolarizzazione in sintonia con i propri obiettivi gestionali. Resta da chiedersi, per i casi in cui il Puv da Abs risulti superiore a quello assorbito dagli attivi sottostanti, se tra gli obiettivi dell'autorità di vigilanza non debba essere considerato anche quello di stimolare un'equa distribuzione del rischio tra originator e investitori.

Mario La Torre
Università La Sapienza, Roma

1 Introduzione

Il 1° pilastro del nuovo accordo di Basilea stabilisce i requisiti patrimoniali minimi che gli intermediari finanziari vigilati saranno tenuti a rispettare a fronte delle esposizioni ai rischi di credito, di mercato e al rischio operativo. Nella sezione dedicata al rischio di credito, il Comitato definisce il trattamento prudenziale derivante dall'utilizzo di alcuni specifici strumenti finanziari; in tale ambito, alla cartolarizzazione degli attivi è riservata un'attenzione particolare.

Seppure il processo di rivisitazione normativa non sia ancora esaurito, e la stessa tecnica dell'Asset-backed securitisation (Abs) non abbia ancora trovato una regolamentazione comunitaria compiuta, appare opportuno porre attenzione a una materia che è destinata a condizionare fortemente l'operatività delle banche nazionali ed europee e la loro gestione del portafoglio crediti.

Il presente lavoro si contestualizza nell'ambito di un work in progress che mira a definire l'impatto che le nuove norme di vigilanza sulla cartolarizzazione, proposte da Basilea 2, determineranno per le banche italiane originator e per quelle investitrici in Asset backed securities (Abs).

Tale obiettivo viene perseguito attraverso un'analisi comparata degli attuali requisiti patrimoniali richiesti alle banche

nazionali che partecipano a operazioni di Abs, così come definiti dalle Istruzioni della Banca d'Italia, e di quelli previsti da Basilea 2 la cui entrata in vigore è stabilita per la fine del 2006.

La ricerca, inizialmente, delimiterà il proprio ambito di osservazione alle sole operazioni di cartolarizzazione tradizionali e al metodo standard definito da Basilea 2. Sono escluse dall'analisi, in questa prima fase, le operazioni sintetiche. Così pure, il modello iniziale non include l'approccio internal rating based pensato da Basilea per l'Abs; questo in ragione di un'annunciata sua ridefinizione da parte del Comitato alla luce di un'esigenza di semplificazione della soluzione già proposta e basata sul modello della Supervisory Formula.

Nell'ambito del percorso delineato, il presente articolo assolve la doppia funzione di contestualizzare la tecnica dell'asset securitisation nell'ambito dei confini della vigilanza prudenziale e di analizzare i requisiti di capital adequacy, attualmente vigenti, proposti dalla Banca d'Italia in materia di cartolarizzazione¹.

2 Securisation e vigilanza: un modello di riferimento

La securitisation dei crediti è una tecnica finanziaria che, da anni, anche in Italia, intermediari e imprese utilizzano abitualmente per cedere portafogli di attività a uno

¹ Un secondo lavoro di prossima pubblicazione concentrerà la propria attenzione sui requisiti patrimoniali da cartolarizzazione proposti dal metodo standard di Basilea 2 e svilupperà un'analisi comparata di tali obblighi con quelli previsti attualmente dalla normativa nazionale.

Special purpose vehicle (Spv), il quale finanzia l'acquisto emettendo e collocando Asset-backed securities (Abs) sul mercato per un valore in linea con il prezzo di cessione² (grafico 1).

Se si esclude la necessità di accedere a forme di funding alternative, le altre numerose determinanti che possono motivare il ricorso alla cartolarizzazione richiedono il rispetto di una condizione imprescindibile: il trattamento off-balance sheet degli attivi ceduti. Il trattamento fuori bilancio delle attività cartolarizzate condiziona, infatti, il perseguimento di tutti gli obiettivi alternativi al funding e riconducibili a politiche di conto economico e stato patrimoniale dell'originator. In tale ottica, risultano rilevanti il metodo di trasferimento e il rispetto dei principi contabili. I benefici derivanti da un trattamento off-balance sheet possono essere ottenuti solo nel rispetto delle condizioni giuridiche e contabili che assicurano una true sale³. Quanto detto è valido per tutte le tipologie di originator⁴.

Tuttavia, quando si considerino intermediari finanziari, l'environment della cartolarizzazione si estende, inevitabilmente, anche ai principi di vigilanza prudenziale. La necessità di parametrare il patrimonio utile ai fini di vigilanza (Puv) ai rischi detenuti dall'intermediario impone alle autorità di vigilanza di valutare l'impatto effettivo che un'operazione di asset-backed securitisation determina sul bilancio dell'interme-

diario e di misurarne l'assorbimento patrimoniale in coerenza con i principi di vigilanza. L'Abs non elimina il rischio di credito degli attivi cartolarizzati ma lo distribuisce tra i diversi soggetti che partecipano all'operazione. È necessario, dunque, che le autorità catturino le quote del rischio originario, implicito nelle attività cedute, riconducibili agli intermediari finanziari vigilati che hanno preso parte all'operazione nei diversi ruoli.

In un'ottica di vigilanza, un'operazione di Abs può dar luogo, per un intermediario finanziario, a tre tipologie di rischi (grafico 2): rischi diretti, ovvero riconducibili in via immediata all'operazione, indiretti, cioè dettati dalla ricomposizione quanti-qualitativa dello stato patrimoniale intervenuta a seguito dell'operazione, e rischi residuali e operativi, ovvero derivanti dagli effetti dell'Abs sulla stabilità e sull'efficienza degli intermediari e dei mercati (rischio reputazionale; rischio di cherry picking) e sugli assetti organizzativi e di processo dell'originator.

I rischi diretti determinano, per gli intermediari, obblighi di capital adequacy riconducibili ai rischi di credito e di mercato ritenuti a seguito dell'operazione, come pure obblighi di informativa riferibili principalmente all'attività di emissione dei titoli asset-backed. I rischi indiretti richiamano tutte le disposizioni di vigilanza parametrata alla composizione dello stato patrimoniale; tra questi assumono rilevanza quelli sulla tra-

Grafico 1

La struttura di un'operazione di Abs

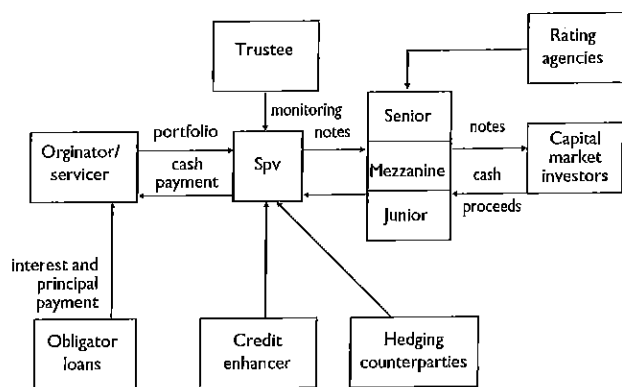
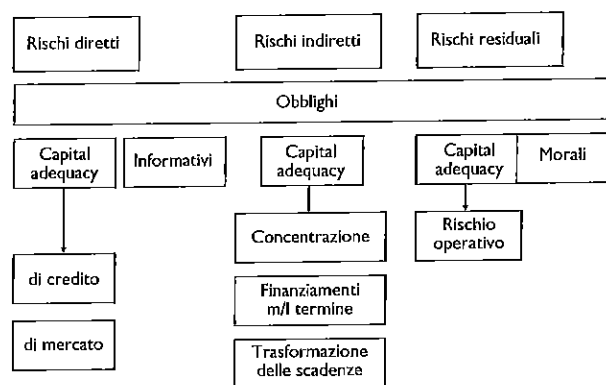


Grafico 2

Securitisation e vigilanza: un modello di riferimento



² Per una descrizione della tecnica dell'asset securitisation si veda, tra gli altri: La Torre M, 1995; De Angeli S, Oriani M, 2000; Galiani S, Polimeni F, Proietti M, 2003.

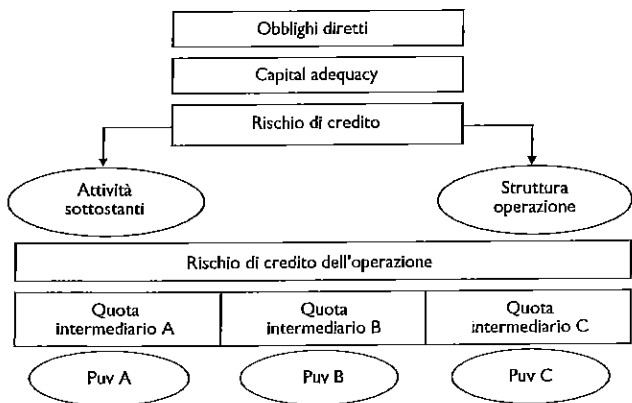
³ Al riguardo occorrerà valutare con attenzione l'impatto che i nuovi principi contabili internazionali, e in particolare lo Ias 39, potranno dettare in materia di cartolarizzazione. Se, ad esempio, dovesse essere confermato che la sottoscrizione della tranche first loss da parte dell'originator non consentirebbe la derecognition degli attivi ceduti, la maggior parte delle operazioni portate a termine in Italia sarebbero escluse da un trattamento off-balance sheet.

⁴ Per una approfondimento relativo all'environment della cartolarizzazione degli attivi, si veda: La Torre M, 2000.

sformazione delle scadenze, sui finanziamenti a medio e lungo termine e quelli collegati ai limiti di concentrazione rispetto a singoli prenditori, parametri che, a seguito di una ricomposizione del bilancio dettata dalla cartolarizzazione, possono subire scostamenti sensibili. I rischi residuali trovano una loro copertura nell'ambito degli obblighi di capital adequacy riferiti al controllo dei rischi operativi.

Lo studio qui proposto concentra la propria attenzione sui soli obblighi di vigilanza diretti che un intermediario finanziario vigilato è chiamato a rispettare ogni volta che partecipi a un'operazione di cartolarizzazione degli attivi; in particolare, il modello circoscrive l'analisi all'impatto di un'operazione di Abs sugli obblighi riconducibili alla gestione del rischio di credito. Le motivazioni di tale scelta sono spiegate da due ragioni: da un lato, gli obblighi indiretti riconducono a tradizionali dinamiche di gestione delle regole prudenziali che non presentano specificità rilevanti, quando anche dettate da operazioni di cartolarizzazione; dall'altro, i rischi di mercato assumono una rilevanza marginale in quanto riconducibili all'ipotesi che un intermediario detenga Abs a scopo di negoziazione, circostanza questa meno ricorrente di quella che vede la detenzione di titoli Abs nel portafoglio immobilizzato, in considerazione sia della durata media elevata delle asset-backed securities che dello scarso spessore del mercato secondario di tali titoli.

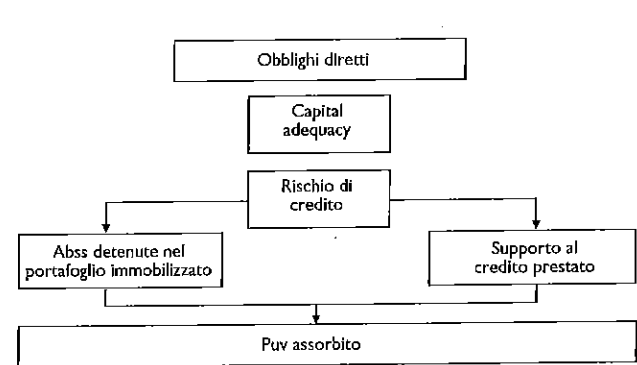
Grafico 3
Il rischio di credito



Il modello di analisi proposto considera, dunque, l'impatto di un'operazione di Abs in termini di capital adequacy riconducibile al solo rischio di credito. In tale ottica, l'obiettivo delle autorità di vigilanza, nel disegnare il trattamento prudenziale di un'operazione di cartolarizzazione, è rintracciabile nella necessità di parametrare opportunamente l'assorbimento patrimoniale a carico degli intermediari coinvolti a vario titolo in un'operazione di Abs al rischio di credito da questi effettivamente detenuto. Il rischio di credito derivante da un'esposizione da Abs è determinato da due fattori (grafico 3): il rischio di credito incorporato negli attivi oggetto di cartolarizzazione e quello determinato dalle modalità di distribuzione del rischio individuate dalla struttura dell'operazione. Una volta assolate le condizioni giuridico-contabili previste per i programmi di cartolarizzazione, tali fattori di rischio sono riconducibili a due variabili principali: la natura dei titoli emessi e la natura delle forme di supporto al credito previste.

Le norme di vigilanza in materia di cartolarizzazione, a livello nazionale e comunitario, condividono tale presupposto metodologico: la necessità di parametrare il Puv assorbito al rischio di credito effettivo detenuto dall'intermediario viene risolta misurando il rischio in relazione alla natura ed alla quantità delle Abs detenute nel portafoglio immobilizzato ed alle forme di supporto al credito eventualmente prestate (grafico 4).

Grafico 4
Il Puv assorbito



Se il rischio di credito complessivo di un'operazione di Abs è spiegato dalla qualità degli attivi cartolarizzati e dalla struttura specifica dell'operazione, alle autorità di vigilanza spetta il compito di misurarlo in modo appropriato, di cogliere come esso venga ripartito tra i vari attori dell'operazione, e di parametrare gli obblighi di vigilanza in relazione alla quota di rischio effettivamente detenuta dagli intermediari finanziari vigilati in coerenza con il ruolo da questi assunto nel processo di titolarizzazione.

3 La normativa della Banca d'Italia sul rischio di credito

Il trattamento prudenziale della cartolarizzazione ha trovato in Italia una sua specifica formalizzazione solo successivamente all'approvazione della l. 130/99 che ha definito, per il nostro Paese, l'environment regolamentare dell'Abs. In precedenza, la Banca d'Italia valutava caso per caso il rischio effettivo in capo al cedente attraverso un'analisi tecnico-giuridica dell'operazione esaminata.

Le circolari 9082 del 23 marzo 2000 e quella del 40518 del 31 dicembre 2001 definiscono i requisiti di capital adequacy che le banche originator, quelle investitrici in Abss e quelle garanti sono tenute a rispettare, standardizzando forme e modi di coinvolgimento degli intermediari nei programmi di Abs e parametrando a queste i corrispondenti assorbimenti patrimoniali⁵.

In virtù di tale disciplina, è possibile stimare, già in fase di progettazione dell'operazione, l'assorbimento patrimoniale riconducibile ai diversi intermediari coinvolti in relazione alla specifica struttura adottata.

La Banca d'Italia ha, inoltre, definito degli obblighi informativi per le banche originator, le quali debbono portare a conoscenza dell'autorità la struttura tecnico-giuridica delle operazioni realizzate e ogni elemento utile a valutare l'effettiva allocazione dei rischi, e si è riservata comunque la possibilità di valutare la necessità di applicare trattamenti prudenziali ad hoc in relazione alla struttura utilizzata per la realizzazione della singola transazione. Tale eventualità sussiste, in particolar modo, nei casi in cui la banca originator decida di dar vita a operazioni che non rientrino nelle tipologie regolamentate in

via standardizzata dalla Banca d'Italia o qualora la banca decida di svolgere per la prima volta il ruolo di servicer all'interno di un'operazione o ancora quando sia prevista la presenza di clausole di estinzione anticipata. A seguito dell'introduzione della normativa in materia, dunque, si è introdotto un principio di standardizzazione degli obblighi; questo può essere sostenuto da valutazioni ad hoc e derogato solo in virtù di specifiche esigenze.

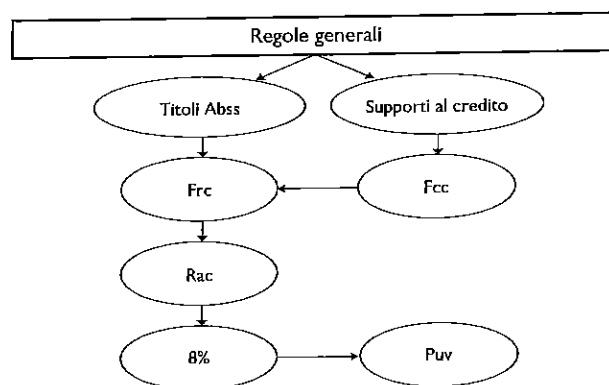
Con riferimento all'assorbimento patrimoniale derivante dal rischio di credito detenuto nell'ambito di un'operazione di Abs, la normativa della Banca d'Italia individua alcuni criteri generali e, nel rispetto di questi, prevede l'applicazione di regole specifiche.

I principi generali. I principi generali stabiliscono, in primo luogo, che gli obblighi prudenziali si rivolgono indifferentemente alle banche originator, a quelle investitrici e a quelle garanti, prevedendo per lo più trattamenti omogenei per le diverse categorie e, solo in relazione ad alcune fattispecie, trattamenti differenziati per ruolo.

I requisiti di capital adequacy vengono parametrati a due variabili di riferimento (grafico 5): i titoli Abss detenuti e le forme di supporto al credito eventualmente prestate. I titoli sono classificati in tre classi con gradi crescenti di subordinazione nel rimborso: titoli senior, mezzanine e junior. Per i supporti creditizi, si distingue tra linee di credito (servicer's ad-

Grafico 5

Le regole generali della Banca d'Italia



⁵ Alle due circolari richiamate si aggiunge una più recente normativa emanata dalla Banca d'Italia nel febbraio 2003 che regola il trattamento prudenziale delle clausole di call option e trigger event nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione.

vance facilities) e altre fattispecie (excess spread, riserve account, ecc.).

I principi generali, che prevedono un coefficiente di solvibilità pari all'8%, stabiliscono che l'assorbimento patrimoniale derivante da un'operazione di Abs debba essere coerente con quello che la banca avrebbe registrato se avesse detenuto in bilancio i crediti cartolarizzati per una quota corrispondente ai titoli detenuti o ai supporti al credito prestati. Il rispetto di tale coerenza viene perseguito attraverso l'utilizzo di un parametro (rac = requisito attività cartolarizzate) che rappresenta l'assorbimento patrimoniale relativo al complesso degli attivi cartolarizzati. Il rac è calcolato moltiplicando il coefficiente di solvibilità per il valore nominale degli attivi ponderato per il fattore di rischio di controparte (frc) corrispondente alla ponderazione prevista, per gli attivi cartolarizzati, dal coefficiente di solvibilità; nel caso di Abs multiasset il frc è rappresentato dal peso della classe di attivo più rischiosa (tavola 1).

Tale ultima previsione, come si dimostrerà in seguito, determina una decisa penalizzazione delle Abs che prevedono la cessione di attività non omogenee e disattende il principio di neutralità tra requisito patrimoniale della cartolarizzazione e requisito patrimoniale degli attivi sottostanti.

In linea generale, è stabilito che i titoli junior e mezzanine, in quanto titoli subordinati, debbano essere dedotti dal Puv; tuttavia, quando lo Spv abbia nel proprio attivo solo i crediti oggetto di Abs e non possa indebitarsi ulteriormente rispetto al capitale e ai titoli emessi, salvo che per momentanee esigenze di liquidità (requisiti rispettati dagli Spv costituiti ai sensi della l. 130/99) tale obbligo di deduzione viene

meno e la detenzione di tali titoli determinerà assorbimento patrimoniale in base alle regole specifiche che la Banca d'Italia ha previsto nella normativa in esame.

Ai titoli mortgage-backed, ovvero riconducibili a operazioni di cartolarizzazione di mutui garantiti da ipoteca su immobili residenziali, ad esclusione dei titoli junior, è attribuito sempre un fattore di rischio di controparte pari al 50%, coerente con quello degli attivi sottostanti.

Con riguardo al trattamento dei supporti creditizi, la normativa distingue tra linee di credito e altre forme di supporto, prevedendo regole specifiche per le due tipologie di sostegno.

Le regole specifiche. Le regole che definiscono l'assorbimento patrimoniale dovuto dagli intermediari vigilati coinvolti in programmi di Abs stabiliscono che il rac relativo all'operazione debba essere coperto totalmente dagli investitori in titoli junior e mezzanine. Le tranches di titoli subordinati necessitano, a parere delle autorità, di una copertura patrimoniale che sia almeno pari a quella che l'originator avrebbe dovuto mantenere se non avesse cartolarizzato gli attivi di riferimento, calcolata in base al frc. Per tale ragione, mentre i titoli senior assorbono Puv in relazione al frc e al coefficiente dell'8%, per i titoli junior e mezzanine, e per combinazioni diverse di titoli Abs detenuti in portafoglio, sono stabilite regole più articolate volte proprio ad assicurare che i titoli subordinati, da soli, soddisfino il livello di copertura rappresentata dal parametro rac.

Tale articolazione delle norme di capital adequacy è fondata su un'esplicita esigenza di «prudenzialità» che deriva, in gran misura, dall'attitudine operativa degli originator a sottoscrivere il 100% dei titoli junior. Richiedere la copertura del rac ai detentori delle tranche subordinate significa, in accordo al principio della sostanza sulla forma, ricondurre l'assorbimento patrimoniale agli intermediari che sottoscrivono le classi di titoli su cui si concentra il rischio di credito dell'operazione.

Tuttavia, è bene anticiparlo, in alcune circostanze, tale previsione si traduce in una significativa penalizzazione per i singoli intermediari e per il sistema. A livello sistemico, poiché sono sufficienti le classi di titoli subordinati a coprire il rac dell'operazione, l'assorbimento patrimoniale richiesto al mer-

Tavola 1

Calcolo del fattore di rischio di controparte e del requisito attività cartolarizzate

Attività	Valore nominale	Ponderazione %
Crediti garantiti	20	20
Mutui ipotecari	40	50
Altri crediti	40	100

frc = 100%

rac = $100 \times 100\% \times 8\% = 8$

cato può contenere un eccesso di copertura rispetto al rischio complessivo del programma di Abs. A livello di singolo intermediario, in particolar modo per le Abs multiasset, si possono configurare situazioni che determinano un assorbimento patrimoniale superiore a quello che si sarebbe sostenuto detenendo gli attivi sottostanti per una quota parte corrispondente ai titoli sottoscritti; ciò in quanto il rac è calcolato in base al frc che, a sua volta, corrisponde alla ponderazione più elevata tra quelle rintracciabili nelle classi di attività cartolarizzate.

Un'analisi dettagliata delle regole specifiche aiuterà a comprendere meglio l'architettura delle norme di capital adequacy stabilite dalla Banca d'Italia per le operazioni di Abs e le sue implicazioni per gli intermediari e il sistema.

Il trattamento dei titoli senior. I titoli senior, che non prevedono alcun grado di subordinazione nel rimborso, quando detenuti nel portafoglio immobilizzato, sono ponderati per il fattore di rischio di controparte delle attività cartolarizzate e assorbono capitale per un'aliquota pari all'8%.

Nell'esempio della tavola 2, che si riferisce a un programma di Abs di importo pari a 100, e che per comodità esemplificativa è caratterizzato dalla sola emissione di titoli senior e da un unico fattore di rischio di controparte pari al 50%, la quota di patrimonio assorbita in caso si acquisti la totalità dei titoli senior è pari a 4, che corrisponde esattamente al rac del portafoglio. È immediato notare come l'assorbimento patrimoniale risulta coerente con il principio di neutralità tra requisito patrimoniale della cartolarizzazione e requisito patrimoniale degli attivi sottostanti solo se il frc è uguale alla ponderazione media del portafoglio, ovvero solo nel caso si cartolarizzino attivi con ponderazioni omogenee; nel caso di Abs

multiasset che non presentino questa caratteristica, il Puv assorbito sarà comunque maggiore di quello richiesto prima della cartolarizzazione. In tal caso, anche l'investimento in titoli senior determinerebbe un assorbimento patrimoniale in relazione al frc, e quindi, al rischio di controparte più elevato tra quelli espressi dal basket delle attività oggetto di cartolarizzazione. Tale previsione, sebbene sia mirata a incoraggiare la formazione di portafogli omogenei di attività, può rappresentare un'eccessiva penalizzazione all'investimento in titoli senior da parte delle banche investitrici, naturali acquirenti delle classi con rating più elevato, quando le notes siano collegate a portafogli che incorporano una ponderazione media più bassa del frc. Tale meccanismo esprimerebbe una sua logica positiva qualora riuscisse a promuovere una canalizzazione dei titoli senior verso gli investitori retail, non soggetti a norme prudenziali, dirottando sull'originator e sugli investitori istituzionali i titoli più rischiosi. Tuttavia, tale scenario è tipico di sistemi finanziari evoluti in grado di assicurare un mercato secondario dei titoli ABSs efficiente e testato.

Se, dunque, per l'originator, che comunque assume una moral obligation nei confronti del mercato sul buon esito dell'operazione, una simile previsione può trovare una sua ragion d'essere, per gli altri investitori l'attuale normativa, nell'ipotesi di Abs multiasset, rischia di produrre due effetti negativi alternativi: da un lato, di forzare al rialzo il rendimento che le Abs senior devono assicurare agli investitori al fine di compensare il costo di un assorbimento patrimoniale in eccesso rispetto al rischio medio del portafoglio; dall'altro, di disincentivare l'accesso degli investitori, e in particolare di quelli istituzionali, ai titoli senior, ostacolando un'equilibrata distribuzione del rischio a livello sistemico.

Il trattamento dei titoli junior. Nel caso di detenzione nel portafoglio immobilizzato di soli titoli junior, le Istruzioni della Banca d'Italia chiariscono che occorre applicare un requisito patrimoniale che non ecceda quello che la banca avrebbe pagato se avesse detenuto attività cartolarizzate per una quota corrispondente alla frazione dei titoli junior in possesso della banca rispetto al totale dei titoli junior emessi (grafico 6).

Pertanto, il requisito patrimoniale per i titoli junior è pari al minore importo tra: l'ammontare dei titoli junior detenuti

Tavola 2

Calcolo del Puv per i titoli senior

a- Pftl crediti	100
b- titoli senior emessi	100
c- titoli senior sottoscritti	100
d- Frc	50%
e- requisito attività cartolarizzate (rac)	4 (100 x 50% x 0,08)
Puv senior =	4 (100 x 50% x 0,08)

e il prodotto tra il requisito delle attività cartolarizzate (rac) e la percentuale dei titoli junior sottoscritti della banca.

Si consideri un'Abs con un portafoglio sottostante di 100, rappresentato da classi omogenee di attivo, con un frc pari al 20% e titoli junior emessi per 2. Una banca che detenesse titoli junior per 1 dovrebbe accantonare Puv per 0,8 (tavola 3); nell'ipotesi detenesse la totalità dei titoli junior non libererebbe patrimonio di vigilanza ma ne accantonerebbe la stessa quantità (nel nostro esempio 1,6) che gli sarebbe stata richiesta se non avesse proceduto alla cartolarizzazione.

L'esempio proposto, in cui i titoli junior emessi coprono il rac, evidenzia come un intermediario che detenga la totalità della tranche junior sostenga da solo l'assorbimento patrimoniale complessivo relativo agli attivi cartolarizzati, senza dunque liberare patrimonio. Nell'ipotesi in cui i titoli junior emessi non coprano il rac, il requisito non coperto sarà attribuito ai titoli mezzanine. La situazione descritta, per quanto di dif-

ficile applicazione, in quanto generalmente nei programmi di Abs i titoli junior emessi non coprono il rac, impone alcune riflessioni:

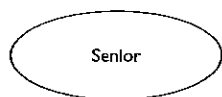
- in primo luogo, la previsione che i titoli junior possano coprire da soli il rac degli attivi cartolarizzati evidenzia l'obiettivo delle autorità di modellare la redistribuzione del rischio per classi di titoli, prima ancora che pro quota e per investitori in Abs; tale previsione risulta fortemente penalizzante, in particolar modo per le banche investitrici e conduce, nella prassi, la sottoscrizione dei titoli junior ai soli originator;
- in secondo luogo, la parametrizzazione al fattore di rischio di controparte più elevato costituisce una scelta di fondo fortemente prudentiale e sovrastima la rischiosità media effettiva della critical mass. Nell'ipotesi di Abs multiasset, l'assorbimento patrimoniale dei titoli junior sarebbe, infatti, ulteriormente penalizzante: in tal caso, il Puv richiesto sarebbe superiore a quello che si dovrebbe accantonare se si detenesse in portafoglio gli attivi cartolarizzati per una quota corrispondente ai titoli junior detenuti.

Anche in questo caso, così come evidenziato per i titoli senior, un trattamento standardizzato che non discrimina tra banca originator e investitori istituzionali può generare effetti distorsivi.

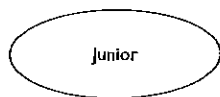
L'originator, come ricordato, assume una moral obligation nei confronti del mercato, e tale circostanza può giustificare una concentrazione dei titoli junior detenuti nel suo portafoglio, anche se questa dovesse comportare l'impossibilità di liberare Puv o, nel caso di Abs multiasset, dovesse generare un incremento del patrimonio assorbito. Un investitore istituzionale, al contrario, non troverebbe forti motivazioni ad acquistare titoli junior, in particolar modo nelle ipotesi di Abs multiasset o comunque per importi che determinino una copertura totale del rac e che, dunque, richiedano un assorbimento patrimoniale pari a quello dell'intero portafoglio cartolarizzato. Occorre stabilire, al riguardo, se tra gli obiettivi delle autorità non debba essere compreso anche quello di stimolare una sana ripartizione del rischio, riconducibile alle tranche subordinate, tra originator e investitori istituzionali. Le norme di Basilea 2 esprimono, al riguardo, un orientamento

Grafico 6

Il Puv dei titoli senior e junior



I titoli senior sono ponderati per il fattore di rischio di controparte (Frc) e assorbono Puv per un'aliquota pari all'8%



Il Puv assorbito è pari al < importo tra:
a) ammontare dei titoli junior detenuti
b) requisito attività cartolarizzate x % junior detenuti

Tavola 3

Calcolo del Puv per i titoli junior

<i>Esempio A. Percentuale junior detenuti</i>	50%
a) Pftl crediti con ponderazione 20%	100
b) titoli junior emessi	2
c) titoli junior sottoscritti	1
d) quota di titoli sottoscritti	50%
e) fattore di rischio di controparte	20%
f) requisito attività cartolarizzate (rac)	1,6 (100x20% x 0,08)
g) prodotto tra rac e percentuale di titoli junior sottoscritti	0,8 (1,6 x 50%)
Puv junior = [min (c, g)] = 0,8	

<i>Esempio B. Percentuale titoli junior detenuti</i>	100%
c1 - titoli junior sottoscritti	2
d1- quota di titoli sottoscritti	100%
g1- prodotto tra rac e quota sottoscritta	1,6 (1,6 x 100%)
Puv1 junior = [min (c1, g1)] = 1,6	

molto diverso che non riconduce moral obligation e detenzione patrimoniale a carico del solo originator.

Il trattamento dei titoli mezzanine. La disciplina prudenziale per i titoli mezzanine prevede un trattamento diverso a seconda che il requisito delle attività cartolarizzate (rac) sia coperto o meno dall'ammontare dei titoli junior emessi.

Pertanto, il requisito patrimoniale per i titoli mezzanine sarà pari (grafico 7):

- nel caso in cui il rac sia coperto dall'ammontare dei titoli junior emessi, all'8% dei titoli sottoscritti ponderati per il frc del portafoglio cartolarizzato;
- nel caso in cui il rac non sia coperto dall'ammontare dei titoli junior emessi, al minore importo tra: l'ammontare dei titoli mezzanine sottoscritti e il prodotto tra la percentuale dei titoli mezzanine sottoscritti ed il rac non coperto dai titoli junior.

In ogni caso, il requisito non può scendere al di sotto dell'8% dei titoli mezzanine sottoscritti ponderati per il frc.

Il meccanismo di calcolo rispetta la logica descritta di assicurare la copertura del rac del portafoglio cartolarizzato tramite i requisiti patrimoniali richiesti per le classi di titoli subordinati. Per tale motivo, il rac eventualmente non coperto dai titoli junior emessi deve essere coperto dai titoli mezzanine. Nell'esempio proposto (tavola 4 esempio B) la banca che sottoscrive la totalità dei titoli mezzanine assorbe patrimonio in misura pari al rac non coperto dai titoli junior.

La disciplina dei titoli mezzanine è stata modificata nel dicembre 2001. La standardizzazione del meccanismo di calcolo, inizialmente rivolto a tutte le tipologie di investitori, è stato in parte rivisitato per tener conto delle differenti posizioni degli intermediari coinvolti nel programma di Abs, anche in ragione della prassi operativa che riconduce l'investimento in titoli mezzanine alle banche investitrici. In particolare, la circolare della Banca d'Italia 40518 del 31 dicembre 2001 consente alle banche investitrici che detengono titoli mezzanine nel proprio portafoglio immobilizzato di applicare, in ogni caso, il requisito patrimoniale pari all'8% dei titoli mezzanine detenuti ponderati per il frc, a prescindere dalla circostanza che i titoli junior coprano o meno il rac (tavola 4, esempio C). Questa possibilità è concessa quando si tratti di cartola-

rizzazioni che non comprendano posizioni classificate come sofferenze o incagli, e quindi solo per quei programmi di Abs la cui qualità degli attivi titolarizzati non presenti anomalie al momento dell'emissione dei titoli.

Grafico 7

Il Puv dei titoli mezzanine

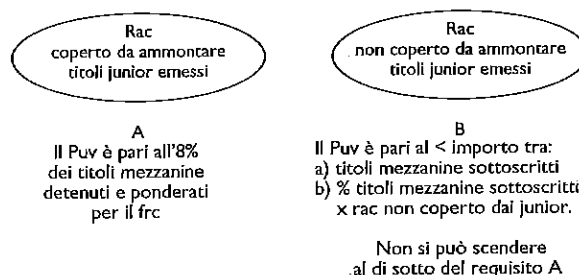


Tavola 4

Calcolo del Puv per i titoli mezzanine

Esempio A: rac coperto da junior emessi

a- crediti	100
b- titoli junior emessi	2
c- titoli junior sottoscritti	0
d- quota titoli junior sottoscritta	0%
e- titoli mezzanine emessi	6
f- titoli mezzanine sottoscritti	3
g- quota titoli mezzanine sottoscritta	50%
h- fattore di rischio di controparte	20%
i- requisito attività cartolarizzate	1,6 (100 x 20% x 0,08)
l- Puv minimo richiesto	0,048

$$\text{Puv mezzanine} = (\text{mezzanine detenuti} \times \text{frc} \times 0,08)$$

$$\text{Puv mezzanine} = (3 \times 20\% \times 0,08) = 0,048$$

Esempio B: rac non coperto da junior emessi (originator e investitore)

a- crediti	100
b- titoli junior emessi	2
c- titoli junior sottoscritti	0
d- quota titoli junior sottoscritta	0%
e- titoli mezzanine emessi	6
f- titoli mezzanine sottoscritti	6
g- quota titoli mezzanine sottoscritta	100%
h- fattore di rischio di controparte	50%
i- requisito attività cartolarizzate	4 (100 x 50% x 0,08)
l- rac non coperto da junior x % mezzanine sottoscritta	2 (2 x 100%)
m- Puv minimo richiesto	0,24

$$\text{Puv mezzanine} = [\min (f, l)] \text{ e mai sotto } 0,24$$

$$\text{Puv mezzanine} = [\min (6, 2)] = 2$$

Esempio C: rac non coperto da junior emessi (solo investitore per attivi di alta qualità)

$$\text{Puv mezzanine} = (\text{mezzanine detenuti} \times \text{frc} \times 0,08)$$

$$\text{Puv mezzanine} = (6 \times 50\% \times 0,08) = 0,24$$

Il trattamento particolare è accordato quando siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

- la banca investitrice sia diversa dall'originator e non appartenga allo stesso gruppo finanziario di quest'ultimo;
- i titoli mezzanine siano classificati come titoli di qualità adeguata (investment grade) da almeno due agenzie di rating riconosciute, oppure da almeno una società di rating riconosciuta a condizione che nessun'altra agenzia abbia attribuito una valutazione inferiore;
- la banca che detiene tali titoli sia dotata di idonei presidi organizzativi per gestire i relativi rischi e delle necessarie strutture tecniche che le consentono di misurare il valore di presumibile realizzo dei titoli stessi e di monitorare adeguatamente i rischi sottostanti.

Seppure la ratio della modifica intervenuta è spiegata principalmente dalla volontà di «dare rilievo alla qualità dei crediti oggetto di cartolarizzazione», è innegabile che la possibilità di applicare ai titoli mezzanine lo stesso trattamento riservato ai titoli senior sia stata concessa solo a banche diverse dall'originator. In tal caso, dunque, al fine di facilitare una più equilibrata redistribuzione del rischio a livello sistemico, è stata operata una differenziazione per soggetti della disciplina prudenziale. Sarebbe opportuno, al riguardo, valutare la possibilità di estendere un trattamento differenziato per originator e investitori anche per la classe junior.

Il trattamento di un portafoglio con titoli junior e mezzanine. Qualora una banca dovesse detenere nel proprio portafoglio immobilizzato una combinazione di Abs di classi differenti, è necessario distinguere tra le possibili combinazioni per determinare l'assorbimento patrimoniale che ne deriva.

Nell'ipotesi in cui si dovesse sottoscrivere una combinazione di titoli junior e mezzanine, le Istruzioni di vigilanza prevedono due alternative di misurazione del Puv richiesto (grafico 8):

a l'ammontare totale dei titoli junior emessi dallo Spv è pari o superiore al rac.

In tal caso, si procede come se si fossero sottoscritti solamente dei titoli junior e l'assorbimento patrimoniale sarà misurato con le stesse regole previste per questa ipotesi. Dunque,

il Puv richiesto sarà pari al minor importo tra: l'ammontare dei titoli junior detenuti, e il prodotto tra il requisito delle attività cartolarizzate e la percentuale dei titoli junior sottoscritti della banca;

b l'ammontare totale dei titoli junior emessi dallo Spv è inferiore al rac.

In tale ipotesi, il Puv richiesto è pari alla somma dei titoli junior e del requisito non coperto da imputare ai titoli mezzanine secondo le stesse regole previste per la sola detenzione dei titoli mezzanine. Avremo quindi che il Puv assorbito sarà pari alla somma dei titoli junior + il minore importo tra ammontare dei titoli mezzanine detenuti e prodotto tra quota dei titoli mezzanine detenuti rispetto a quelli emessi per il rac non coperto.

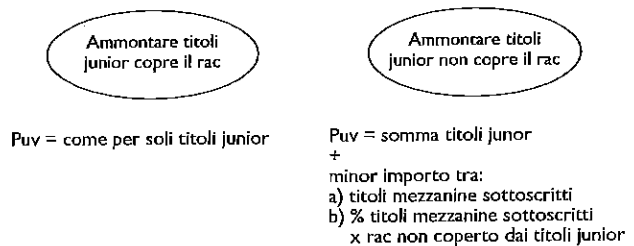
In entrambi i casi previsti il requisito non può mai essere inferiore all'8% dell'ammontare dei titoli junior e mezzanine detenuti ponderati per il frc.

Come è facile notare (tavola 5), a fronte di un investimento del 50% in titoli di classi subordinate si richiede una copertura del 50% del rac; una sottoscrizione del 100% delle classi subordinate porterebbe alla copertura totale del rac, in coerenza con le previsioni normative.

Le regole previste impongono, tuttavia, alcune riflessioni. Il meccanismo, così come strutturato, può, di fatto, indurre le banche a comportamenti di moral hazard che consentano la detenzione di maggior rischio a parità di copertura patrimoniale.

Grafico 8

Il Puv per una combinazione junior+mezzanine



In ogni caso Puv mai al di sotto di:
junior + mezzanine (detenuti) x frc x 0,08

Si considerino gli esempi della tavola 6, che ripropone lo scenario A della tavola 5 in cui i titoli junior coprono il rac dell'operazione per attivi di alta qualità. Si confrontino due ipotesi alternative: la prima, in cui la banca originator detiene la totalità dei titoli junior e mezzanine; la seconda, in cui la totalità dei titoli junior viene detenuta dalla banca originator mentre i titoli mezzanine sono sottoscritti da un'altra banca investitrice.

Se la banca originator sottoscrivesse la totalità dei titoli junior (tavola 6 esempio A), dovrebbe accantonare Puv per 1,6;

Tavola 5

Calcolo del Puv per combinazione di titoli junior e mezzanine

Esempio A: rac coperto da junior emessi (originator e investitore)

a- crediti	100
b- titoli junior emessi	2
c- titoli junior sottoscritti	1
d- quota titoli junior sottoscritta	50%
e- titoli mezzanine emessi	6
f- titoli mezzanine sottoscritti	3
g- quota titoli mezzanine sottoscritta	50%
h- fattore di rischio di controparte	20%
i- requisito attività cartolarizzate	1,6 (100 x 20% x 0,08)
l- Puv minimo richiesto	0,064 [(1+3) x 0,20 x 0,08]

Puv junior + mezzanine = Puv junior

Puv junior + mezzanine = [min (junior detenuti, rac x % junior detenuti)]

Puv junior + mezzanine = [min (1, 0,8)]

Puv junior + mezzanine = 0,8 > 0,064

Esempio B: rac non coperto da junior emessi (originator e investitore)

a- crediti	100
b- titoli junior emessi	2
c- titoli junior sottoscritti	1
d- quota titoli junior sottoscritta	50%
e- titoli mezzanine emessi	6
f- titoli mezzanine sottoscritti	3
g- quota titoli mezzanine sottoscritta	50%
h- fattore di rischio di controparte	50%
i- requisito attività cartolarizzate	4 (100 x 50% x 0,08)
l- rac non coperto da junior	2 (4-2)
m- Puv minimo richiesto	0,16 [(1 + 3) x 0,50 x 0,08]

Puv junior + mezzanine = junior sottoscritti + [min (mezzanine sottoscritti, %mezzanine sottoscritti x rac non coperto)]

Puv junior + mezzanine = 1 + [min (3; 1)]

Puv junior + mezzanine = 1 + 1

Puv junior + mezzanine = 2 > 0,16

Esempio C: rac non coperto da junior emessi (solo investitore per attivi di alta qualità)

Puv junior + mezzanine = junior sottoscritti + [mezzanine sottoscritti x frc x 8%]

Puv junior + mezzanine = 1 + [3 x 50% x 8%]

Puv junior + mezzanine = 1 + 0,12

Puv junior + mezzanine = 1,12 > 0,16

dovrebbe, cioè, coprire il rac dell'operazione. La detenzione nel portafoglio immobilizzato di titoli mezzanine non comporterebbe, secondo le regole vigenti, alcun costo aggiuntivo in termini di assorbimento patrimoniale (tavola 6 esempio B). Dunque, il meccanismo previsto favorisce la concentrazione dei titoli delle classi subordinate nel portafoglio dell'originator.

Tale situazione, peraltro, non risulta coerente con l'assorbimento patrimoniale che ne deriverebbe a livello di sistema se i titoli mezzanine fossero detenuti da un'altra banca (tavola 6 esempio C); in tal caso, la banca investitrice dovrebbe ac-

Tavola 6

Calcolo del Puv per combinazione di titoli junior e mezzanine con rac coperto dai titoli junior

a- crediti	100
b- titoli junior emessi	2
c- titoli mezzanine emessi	6
d- fattore di rischio di controparte	20%
e- requisito attività cartolarizzate	1,6 (100x20%x0,08)

Esempio A: l'originator detiene solo titoli junior

f- titoli junior sottoscritti	2
g- quota titoli junior sottoscritta	100%
h- titoli mezzanine sottoscritti	0
i- quota titoli mezzanine sottoscritta	0%

Puv junior = [min (junior detenuti, rac x % junior detenuti)]

Puv junior = [min (2, 1,6)]

Puv junior = 1,6

Esempio B: l'originator detiene titoli junior+ titoli mezzanine

l- titoli junior sottoscritti	2
m- quota titoli junior sottoscritta	100%
n- titoli mezzanine sottoscritti	6
o- quota titoli mezzanine sottoscritta	100%
p- Puv minimo richiesto	0,128 [(2 + 6) x 0,20 x 0,08]

Puv junior + mezzanine = Puv junior

Puv junior + mezzanine = [min (junior detenuti, rac x % junior detenuti)]

Puv junior + mezzanine = [min (2, 1,6)]

Puv junior + mezzanine = 1,6 > 0,128

Esempio C: titoli junior detenuti dall'originator e titoli mezzanine detenuti dall'investitore

q- titoli junior sottoscritti dall'originator	2
r- quota titoli junior sottoscritta dall'originator	100%
s- titoli mezzanine sottoscritti dall'investitore	6
t- quota titoli mezzanine sottoscritta dall'investitore	100%

Puv originator per titoli junior = 1,6

Puv investitrice per titoli mezzanine = (mezzanine detenuti x frc x 0,08) = 0,096

Puv di sistema = 1,6 + 0,096 = 1,696

cantonare Puv per un ammontare pari all'8% della quota dei titoli mezzanine detenuta ponderata per il frc. In quest'ipotesi, a livello di sistema, l'assorbimento patrimoniale richiesto dallo stesso programma di Abs sarebbe superiore rispetto al caso in cui fosse la stessa banca originator a detenere sia i titoli junior che mezzanine; il meccanismo propone, dunque, un eccesso di assorbimento patrimoniale, proprio quando si realizza una maggiore distribuzione del rischio tra diversi operatori e proprio per quelle situazioni più facilmente riscontrabili nella prassi operativa.

Il trattamento di un portafoglio con titoli senior e junior. Nell'ipotesi di una banca che detenga nel proprio portafoglio immobilizzato una combinazione di Abs senior e junior, le Istruzioni di vigilanza stabiliscono che il requisito patrimoniale debba essere calcolato come se la banca detenesse solamente

titoli junior. Il Puv richiesto sarà dunque pari (grafico 9 e tavola 7) al minore importo tra titoli junior detenuti e rac moltiplicato per la percentuale dei junior detenuti rispetto al totale dei titoli junior emessi.

Anche in questa ipotesi è fissato un livello minimo di assorbimento patrimoniale che è pari all'8% dell'ammontare dei titoli senior e junior sottoscritti ponderati per il fattore di rischio di controparte.

Il trattamento di un portafoglio con titoli senior e mezzanine. Infine, nell'ipotesi che una banca detenga nel proprio portafoglio immobilizzato una combinazione di titoli senior e mezzanine, il Puv assorbito è pari a quello richiesto per la sottoscrizione di soli titoli mezzanine (grafico 10 e tavola 8).

Il requisito patrimoniale per una combinazione di titoli senior e mezzanine sarà, dunque, pari:

- nel caso in cui il rac sia coperto dall'ammontare dei titoli junior emessi, all'8% dei titoli mezzanine sottoscritti ponderati per il frc del portafoglio cartolarizzato;
- nel caso in cui il rac non sia coperto dall'ammontare dei titoli junior emessi, al minore importo tra titoli mezzanine sottoscritti e percentuale dei titoli mezzanine sottoscritti x rac non coperto dai titoli junior.

In ogni caso, il requisito non può scendere al di sotto dell'8% dei titoli mezzanine sottoscritti ponderati per il frc.

Anche in questa ipotesi è prevista una copertura patrimoniale minima; in ogni caso non è possibile scendere al di sotto dell'8% dell'ammontare dei titoli mezzanine e senior detenuti ponderati per il frc.

Il trattamento delle forme di supporto del credito. Ai fini dell'effettiva ritenzione del rischio rimanente in capo all'originator o assorbito da altri intermediari finanziari, occorre considerare anche le forme di supporto interno ed esterno previste nei diversi programmi di Abs.

Per i supporti al credito, la normativa distingue tra linee di credito (servicer's advance facilities), generalmente offerte dall'originator a copertura dei rischi di liquidità, e altre fattispecie (excess spread, reserve account, ecc.), generalmente offerte da garanti esterni, a copertura del rischio di credito del portafoglio (grafico 11).

Ai fini prudenziali, la servicer advance facility, quando già

Grafico 9

Il Puv per una combinazione di titoli senior + junior

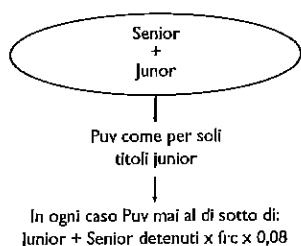


Tavola 7

Calcolo del Puv per combinazione di titoli senior e junior

Esempio :

a- crediti	100
b- titoli senior emessi	92
c- titoli junior emessi	2
d- titoli mezzanine emessi	6
e- titoli senior sottoscritti	10
f- titoli junior sottoscritti	2
g- quota titoli senior sottoscritta	10,9%
h- quota titoli junior sottoscritta	100%
i- fattore di rischio di controparte	50%
l- requisito attività cartolarizzate	4 (100x50%x0,08)
m- Puv minimo richiesto	0,48 [(10+2 x 0,50) x 0,08]

Puv senior + junior = Puv junior

Puv senior + junior = [min (junior detenuti, rac x % junior detenuti)]

Puv senior + junior = [min (2, 4)]

Puv senior + junior = 2 > 0,48

Il Puv per una combinazione di titoli senior+mezzanine

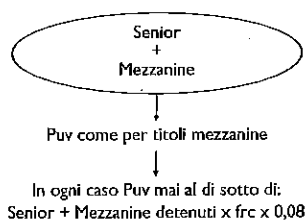


Tavola 8

Calcolo del Puv per combinazione di titoli senior e mezzanine

Esempio A: rac coperto dai titoli junior (originator e investitore)

a- crediti	100
b- titoli senior emessi	92
c- titoli junior emessi	2
d- titoli mezzanine emessi	6
e- titoli senior sottoscritti	10
f- titoli mezzanine sottoscritti	6
g- quota titoli senior sottoscritta	10,9%
h- quota titoli mezzanine sottoscritta	100%
i- fattore di rischio di controparte	20%
l- requisito attività cartolarizzate	1,6 (100 x 20% x 0,08)
m- Puv minimo richiesto	0,26 [(10+6) x 0,20 x 0,08]

Puv senior + mezzanine = Puv mezzanine
 Puv senior + mezzanine = mezzanine detenuti x frc x 0,08
 Puv senior + mezzanine = 6 x 0,20 x 0,08 = 0,24 < 0,26
 Puv senior + mezzanine = 0,26

Esempio B: rac non coperto dai titoli junior (originator e investitore)

a- crediti	100
b- titoli senior emessi	92
c- titoli junior emessi	2
d- titoli mezzanine emessi	6
e- titoli senior sottoscritti	10
f- titoli mezzanine sottoscritti	6
g- quota titoli senior sottoscritta	10,9%
h- quota titoli mezzanine sottoscritta	100%
i- fattore di rischio di controparte	50%
l- requisito attività cartolarizzate	4 (100 x 50% x 0,08)
m- rac non coperto	2
n- Puv minimo richiesto	0,64 [(10+6) x 0,50 x 0,08]

Puv senior + mezzanine = Puv mezzanine
 Puv senior + mezzanine = [min (mezzanine detenuti; rac non coperto x % mezzanine detenuti)]
 Puv senior + mezzanine = [min (6; 2 x 100%)]
 Puv senior + mezzanine = 2 > 0,64
 Puv senior + mezzanine = 2

Esempio C: rac non coperto dai titoli junior (solo investitore per attivi di alta qualità)

Puv senior + mezzanine = Puv mezzanine
 Puv senior + mezzanine = mezzanine detenuti x frc x 0,08
 Puv senior + mezzanine = 6 x 0,50 x 0,08 = 0,24 < 0,26
 Puv senior + mezzanine = 0,26

liquidata, sarà soggetta allo stesso trattamento di un credito per cassa. In caso contrario, la linea di credito costituisce un impegno di finanziamento a utilizzo incerto. Per tale ragione sarà soggetta a un fattore di conversione (durata originaria inferiore a un anno: ponderazione 0%; durata superiore ad un anno: ponderazione 50%) e trattata ai fini prudenziali alla stregua delle linee di liquidità; inoltre, nella misura in cui l'advance facility goda di priorità nel rimborso pari o superiore ai titoli senior, sarà soggetta allo stesso trattamento prudenziale riservato a tali titoli.

Tra le altre forme di supporto creditizio sono comprese tutte quelle destinate alla copertura delle «prime perdite», in luogo dei titoli junior o in aggiunta a questi; per tale ragione, ai fini prudenziali, tali supporti creditizi sono trattati secondo le stesse regole delle junior notes.

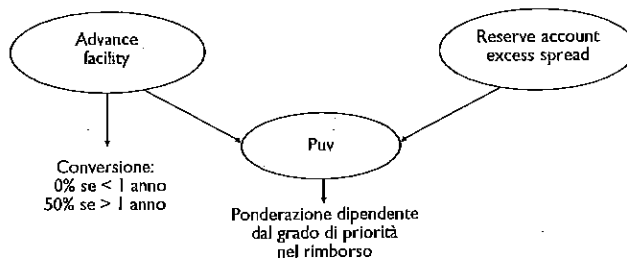
Il trattamento delle clausole di estinzione anticipata. La struttura di un'operazione di cartolarizzazione può prevedere la presenza di clausole di estinzione anticipata. Tali clausole possono sostanziarsi in:

- opzioni call, che attribuiscono all'originator la facoltà di riacquistare gli attivi cartolarizzati e al veicolo quella di rimborsare anticipatamente le securities emesse. Tali opzioni possono essere corredate da una step up, che consente, nel caso in cui l'opzione non venga esercitata, di riconoscere un aumento nel rendimento dei titoli Abs;
- trigger events⁶, al cui verificarsi consegue l'estinzione anticipata del rapporto.

La presenza di tali clausole assume una particolare rilevanza all'interno di strutture operative che si caratterizzano per una

Grafico 11

Il Puv per i supporti al credito



⁶ Questi possono essere connessi al deterioramento del pool cartolarizzato o, più in generale, essere legati ad altri fattori economici. Tali eventi debbono, comunque, essere predefiniti in sede contrattuale.

durata medio-lunga (quali ad esempio le strutture revolving); è evidente, infatti, che la previsione di un'opzione di riacquisto degli assets aumenti la probabilità che la scadenza effettiva dell'operazione coincida con la data di esercizio della call stessa.

A prescindere dalla struttura utilizzata, è innegabile che la minore durata dell'operazione consentirebbe alla banca originator la riduzione dei costi della raccolta effettuata con la cartolarizzazione stessa, senza contare che la presenza di tali clausole potrebbe consentire all'originator di sottoscrivere, in via iniziale, una quota di titoli junior limitata.

A fronte di tali benefici, però, l'autorità di vigilanza riconduce i rischi connessi alla presenza di tali clausole, alle seguenti circostanze:

- nel caso in cui, al momento dell'attivazione della clausola, ci si trovi in presenza di un pool in bonis, e il mercato si aspetti l'esercizio dell'opzione, l'originator potrebbe andare incontro a un reputational risk se non disponesse della liquidità necessaria a perfezionare tale riacquisto;
- nel caso, invece, in cui il pool sia rappresentato da crediti in sofferenza c'è da rilevare il rischio di credito che grava sull'originator esercitante, in quanto l'attivazione della clausola reintrodurrebbe nel portafoglio dell'originator gli assets di cattiva qualità.

La normativa di vigilanza è intervenuta per disciplinare l'utilizzo di tali clausole, le quali possono incorporare un rischio simile a quello degli impegni di riacquisto e non giustificare

la riduzione del requisito patrimoniale rispetto a quello richiesto ex ante.

Per tale motivo, sono state introdotte delle regole prudenziali che distinguono tra le operazioni di cartolarizzazione già in essere e quelle di nuova implementazione (grafico 12). Per queste ultime, la Banca d'Italia prevede che la banca originator debba rispettare un requisito patrimoniale pieno sul portafoglio oggetto di cartolarizzazione, come se l'operazione non fosse intervenuta, a meno che, in caso di attivazione delle suddette clausole, si soddisfino entrambe le seguenti condizioni:

- l'originator non si renda mai cessionario delle attività cartolarizzate.
- oppure si renda tale solo se il portafoglio residuo:
 - a** sia di ammontare non superiore al 10% del minore importo tra il valore nominale dei crediti cartolarizzati e il prezzo di cessione;
 - b** non includa sofferenze o incagli, a meno che il prezzo di riacquisto delle posizioni sia inferiore o uguale al valore corrente delle stesse alla data di esercizio di tali clausole.

Per le operazioni già in essere, non essendo possibile una retroattività, tale disciplina non trova applicazione, ribadendosi, comunque, l'importanza di un attento monitoraggio del rischio di liquidità, anche con l'ausilio di periodici test di stress.

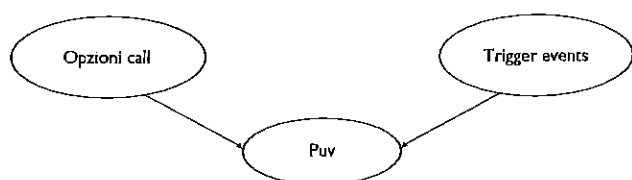
L'autorità di vigilanza, infine, per tutte le operazioni di cartolarizzazione che contengono tali clausole, ha imposto l'obbligo informativo nel caso in cui la banca originator intenda procedere al riacquisto degli attivi titolarizzati per un importo superiore al 10% del patrimonio di vigilanza dell'originator stesso.

4 Conclusioni

Il quadro regolamentare della securitisation degli attivi ha trovato negli ultimi anni, anche in Italia, una propria organicità. La definizione delle regole di vigilanza prudenziale, e in particolare di quelle necessarie alla misurazione dell'assorbimento patrimoniale in relazione al rischio di credito riconducibile a un'esposizione da Abs, ha facilitato l'accesso alla cartolarizzazione da parte degli intermediari finanziari. La standardizzazione delle regole di misurazione del Puv ha, di

Grafico 12

Il Puv per le clausole di estinzione anticipata



Puv del portafoglio ceduto salvo:

1. che la banca non si renda mai cessionaria;
2. che la banca si renda cessionaria ma il portafoglio residuo:
 - non superi il 10% del minore importo tra valore nominale dei crediti e prezzo di cessione;
 - non includa sofferenze o incagli oppure il prezzo di riacquisto non superi il valore corrente alla data di esercizio dell'opzione.

fatto, generato certezza sull'impatto delle operazioni di Abs in termini di requisiti patrimoniali e ha consentito agli operatori di progettare i programmi di cartolarizzazione in sintonia con i propri obiettivi gestionali.

Tuttavia, anche alla luce di un nuovo quadro regolamentare previsto da Basilea 2 in tema di capital adequacy da Abs, può risultare utile chiedersi se esistano, nell'attuale normativa nazionale, spazi per un ripensamento di alcuni orientamenti prudenziali adottati.

Si è avuto modo di chiarire come il criterio generale della neutralità regolamentare, esprimibile da una sostanziale uniformità tra Puv assorbito dagli attivi cartolarizzati e Puv assorbito dalle esposizioni riconducibili all'operazione di Abs, sia spesso disatteso dalle regole attualmente in vigore. L'esigenza di «prudenzialità» ha trovato, di fatto, priorità su quello della neutralità. Si avrà modo di riscontrare un simile orientamento anche nel nuovo impianto regolamentare di Basilea 2.

D'altronde, anche una condivisione di tale scelta non escluderebbe un'ulteriore considerazione. Pur ammettendo che il Puv da Abs possa risultare superiore a quello assorbito dagli attivi sottostanti, rimane da chiedersi su chi debba gravare tale differenziale. In particolare, è lecito chiedersi se sia più corretto ricondurre al solo originator l'assorbimento in eccesso o, al contrario, spalmarlo tra originator e investitori istituzionali. Le Istruzioni della Banca d'Italia, inizialmente, non hanno discriminato tra originator e investitore; successivamente, nella disciplina per i titoli mezzanine è stato introdotto un nuovo orientamento (valido per i soli attivi di elevata qualità) che mira a ridurre il peso dell'assorbimento patrimoniale in eccesso a carico degli investitori. Il rispetto del principio della «prudenzialità» non ha consentito, fino ad oggi, un'estensione di una simile previsione anche ai titoli junior. Tale

circostanza determina nella prassi operativa, una concentrazione della classe junior nel portafoglio degli originator. C'è da chiedersi se un minore assorbimento patrimoniale che deriverebbe da un'applicazione di un trattamento differenziato anche sui titoli junior non sarebbe compensato da una più equa distribuzione del rischio dell'operazione tra diversi operatori. Si avrà modo di verificare come le norme di Basilea 2 aprano uno spiraglio in tal senso, distinguendo nell'ambito della classe junior un trattamento differenziato tra originator e investitore in relazione al diverso livello di rating della tranche sottoscritta.

Infine, se eccesso di assorbimento deve essere, è legittimo chiedersi se non occorra rimuovere alcune previsioni che, non valutando l'assorbimento a livello di sistema, lasciano spazio a comportamenti di moral hazard dei singoli operatori. Ci si riferisce, in particolare, alla previsione che richiede, a livello di sistema, un assorbimento patrimoniale maggiore quando i titoli mezzanine vengono sottoscritti da banche investitrici rispetto alla situazione in cui sia i titoli junior che mezzanine siano sottoscritti dal solo originator. Sarebbe opportuno, al riguardo, parametrare l'assorbimento complessivo a carico del sistema anche in funzione della redistribuzione del rischio stesso tra i diversi intermediari.

BIBLIOGRAFIA

- Banca d'Italia**, *Istruzioni di Vigilanza*, anni vari.
De Angeli S., Oriani M., 2000, *Lo Securitization dei Crediti Bancari*, Franco Angeli, Milano.
Gallani S., Polimeni F., Proietti M., 2003, *Credit Derivatives e Cartolarizzazione*, Il Sole 24 Ore, Milano.
La Torre M., 1995, *Securitisation e Banche*, Il Mulino, Bologna.
- 2000 «La cartolarizzazione dei crediti: pregi e limiti della normativa italiana», in *Banca-ria*, 2.