

Dalle Asset Backed Securities (ABS) alla finanza strutturata: complessità, rischi e vantaggi per il sistema impresa. Nuove fonti di provvista

Claudio Scrocca

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

ASHCRAFT A. B., *How does tranching create economic value?*, Banking Studies Federal Reserve Bank of New York, 15 January 2005, in <https://www.bis.org/>; AVESANI R. G., GARCÍA PASCUAL A., RIBAKOVA E., *The Use of Mortgage Covered Bonds*, IMF, 2007; BORSA ITALIANA, *Glossario*, in <http://www.borsaitaliana.it>; BOWIE D., *Bowie Bond*, in <http://www.investopedia.com/>; BRADY N., *Brady Plan*, in <http://www.emta.org/>; CESARINI F., ZUCHELLI D., LORASCHI A., AE ASSONEBB (ASSOCIAZIONE NAZIONALE ENCICLOPEDIA DELLA BANCA E DELLA BORSA), *Asset-Backed Secured (ABS)*, Rivista Bankpedia, in <http://www.bankpedia.org/>; COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS), *Credit risk transfer. Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System*, Bank for International Settlements Press & Communications, Basel, Switzerland, January 2003, in <http://www.bis.org/>; COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS), *Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, The role of ratings in structured finance: issues and implications*, Bank for International Settlements (BIS), Basel, Switzerland, January 2005, in <http://www.bis.org/>; COUSSERAN P. O., HALL K., VON KOEPPEN-MERTES I., NAKATA Y., *Background-Note. Working Group on Ratings in Structured Finance. Non-Credit Risks In Structured Finance Transactions And The Role of Rating Agencies*, 2004; AMATO J. D., GYNTELBERG J., "CDS index tranche" e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio, in Rassegna trimestrale BRI, marzo 2005, in <http://www.bis.org/>; EUROPEAN CENTRAL BANK, *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, May 2004; FENDER I., MITCHELL J., *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating*, in Rassegna trimestrale BRI, Giugno 2005; FERRAGINA F., *La cartolarizzazione per finanziare le piccole e medie imprese distrettuali. Struttura e protagonisti dell'operazione*, Contabilità finanza e controllo, n. 10, 2006, Il Sole 24 Ore; FURMAN P., *Investment Banker Hopes to Issue More Rock 'n' Roll Bonds*, New York Daily News, Sec. Business, October 26, 1998; GIBSON M. S., *Understanding the Risk of Synthetic CDOs*, Finance and Economics Discussion Series, The Federal Reserve Board, Washington, July, 2004, in <http://www.federalreserve.gov/>; GORTON G., PENNACCHI G., *Financial Intermediaries and Liquidity Creation*, The Journal of Finance, Wiley for the American Finance Association, Vol. 45, No. 1, March 1990, in <http://www.jstor.org/>; Greenspan: è la crisi peggiore da un secolo, Milano Finanza Trader, 15 settembre 2008; KOPECKI D., *Fannie, Freddie Have 'Effective' Guarantee*, Federal Housing Finance Agency (FHFA), October 23, 2008, Bloomberg; LONGO M., *Agenzie di rating e azionisti: il grande conflitto di chi deve valutare*, Il Sole 24Ore, 17 gennaio 2012; MINUTOLO G., *I Derivati Finanziari: Futures e Forwards, Interest Rate Swap ed Options. Definizioni. Analisi del debito. Supporto normativo. Best Execution. Ruolo della banca*, Magistra Banca e finanza, 9 luglio 2007, in <http://www.tidona.com/>; MITCHELL J., *Financial Intermediation Theory and the Sources of Value in Structured Finance Markets*, Department of International Cooperation and Financial Stability, National Bank of Belgium, December, 2004, in <https://www.bis.org/>; PICKERT K., *A Brief History of Fannie Mae and Freddie Mac*, Time, July 14, 2008; PRESTI G., in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali. Imprese, banche, risparmiatori* (Atti del convegno di Courmayeur del 26 settembre 2008, Centro Nazionale di Prevenzione e difesa Sociale), Giuffrè Editore, 2009; RANIERI L. S., *The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential*, in KENDALL L. T., FISHMAN M. J., *A Primer on Securitization*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1996-2000; REINHART C. M., ROGOFF KENNETH S., *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Il Saggiatore, 2010; TREASURY COMMITTEE, HOUSE OF COMMONS., *Financial Stability and Transparency: Sixth Report of Session 2007-08*, Stationary Office Limited,

London, 3 marzo 2008; VIOLI R., *Credit Ratings Transition in Structured Finance*, CGFS Working Group on Ratings in Structured Finance, Banca d'Italia, Economic Research Department, Rome, December, 2004, in <https://www.bis.org/>.

SOMMARIO

1. Premesse. - 2. Alle origini delle ABS. - 3. Tipologie di ABS. - 4. Gli intermediari di emissione di ABS. - 5. Connotazioni identificative e caratteristiche delle operazioni di finanza strutturata. - 6. La complessità della finanza strutturata. - 7. Rating e profili di rischio degli strumenti di finanza strutturata. - 7.1. Il confronto tra le diverse tranche di prodotti strutturati. - 7.2. I raffronti tra strumenti con rating analogo. - 8. Bancaponte, società di rating, investitori. - 9. La nuova strategia delle banche e l'utilizzo inefficiente delle cartolarizzazioni. - 10. Il ritorno alle utilità delle ABS: la finanza strutturata e il vantaggio per il sistema industria.

1. Premesse

La materia della finanza strutturata è oggetto di dibattito dottrinario in relazione alla sua natura ed utilizzo, nonché ai fattori di rischio che connota questo tipo di strumento a volte oggetto di abuso e di mezzo per la veicolazione di perdite attraverso la loro "frantumazione" e redistribuzione nel mercato nazionale ed internazionale.

La finanza internazionale è anche connotata da sue formule espressive che non rendono agevole la comprensione di meccanismi tecnici complessi troppo spesso banalizzati e per questo suscettibili di essere proposti ai consumatori con modalità tali da rendere lo strumento finanziario un prodotto diverso da quello che è nella realtà.

Lo scopo della nostra trattazione è quello di rappresentare, sinteticamente, il percorso storico (limitato ai tempi più recenti) che ha condotto alla finanza strutturata; questo prendendo le mosse dai titoli che sono posti alla base di questo strumento finanziario.

2. Alle origini delle ABS

Le ABS (*Asset Backed Securities*)¹ sono una forma relativamente nuova di titoli diffusasi prima negli

¹ In termini sostanziali, si tratta di "titoli "appoggiati" ad attività. Una ABS è un titolo negoziabile strutturato il cui rendimento e il cui rimborso sono coperti dal cash flow

USA e, più di recente, in Europa e in Estremo Oriente.

Negli Stati Uniti questo tipo di titoli ha preso sostanziale avvio agli inizi degli anni Settanta per impulso del Governo in favore dell'edilizia residenziale e l'emissione di *Mortgage Backed Securities (MBS)*.

Con atti del Congresso statunitense vennero costituite, due organizzazioni (*Government-Sponsored Enterprise, GSE*) di servizi finanziari per creare, prima, ed espandere, poi, un mercato secondario ai mutui ipotecari (*mortgages*) mediante lo strumento della cartolarizzazione: la GNMA² (cui si deve la prima cartolarizzazione di mutui ipotecari nel 1970) e la FHLMC³.

Altra organizzazione legata al Governo Federale e attiva nella cartolarizzazione dei mutui è la FNMA⁴, costituita come agenzia governativa nel 1938 ed oggi trasformata in società di diritto privato.

Peraltro qualcosa di simile alle *Mortgage Backed Securities* già esisteva in Europa da duecento anni con le *Pfandbriefe* tedesche⁵, omologo delle cartelle di credito fondiario emesse in Italia fino al gennaio 1976.

La prima operazione di *securitization* di crediti commerciali è stata compiuta per contratti di *leasing* nel 1975 dalla Sperry Corporation⁶. La diffusione fuori degli USA è avvenuta a partire dalla metà degli anni Ottanta.

Nel nostro Paese le ABS sono comparse sporadicamente come contratto atipico a partire dal 1994 e hanno avuto una disciplina generale con la L. 30.4.1999, n. 130. Un precedente provvedimento per la cartolarizzazione dei crediti dell'INPS (l'art. 13 della L. 23.12.1998, n. 448) ha avuto attuazione dopo la L. 130/1999 con la L. 5.11.1999, n. 402⁷.

I primi *asset* utilizzati a copertura di titoli sono stati i mutui ipotecari (USA, 1970⁸), seguiti pochi anni dopo dai crediti commerciali.

Il compito delle ABS consiste nel trasformare attività non negoziabili o che non lo sono facilmente, anche immobilizzate, in titoli negoziabili sul mercato. Questo processo di ingegneria finanziaria è denominato *securitization*⁹, termine tradotto in italiano con "*cartolarizzazione*" dalla L. 130/1999.

La pratica ha esteso la *securitization* un poco a tutti i crediti delle imprese e delle organizzazioni non profit, anche pubbliche. Vengono, ad esempio, cartolarizzati, correntemente, mutui ipotecari, prestiti al consumo originati dall'uso di carte di credito, altri prestiti personali compresi quelli ai privati acquirenti di automobili, canoni di *leasing*, canoni di locazione, *royalties*, rendite diverse, crediti in *bonis* e cattivi crediti, commerciali e non, diritti d'autore, debiti e crediti di Stati e di enti pubblici.

Noti sono i *Bowie bonds*¹⁰, titoli rientranti nella c.d. categoria dei "*celebrity bonds*"¹¹, emessi negli USA per cartolarizzare i diritti del cantante DAVID BOWIE sulle vendite dei suoi dischi e delle sue cassette ed i *Brady bonds*¹², emessi nel 1989 per convertire i debiti di Argentina, Messico e Venezuela in titoli negoziabili e che portano il nome del ministro USA che aveva steso il piano di conversione.

Nel nostro Paese sono stati cartolarizzati anche i proventi dei giochi del lotto e delle lotterie, i crediti contributivi dell'INPS e dell'INAIL e, da parte della Regione Lazio, i crediti attesi per trasferimenti statali a copertura del disavanzo sanitario¹³.

I crediti cartolarizzati possono consistere in prestiti ammortizzabili, ossia che prevedono un regolare piano di rimborso, oppure non ammortizzabili, cioè *revolving* e tali da non richiedere il rimborso del capitale a una scadenza prefissata, ma solo il regolare pagamento degli interessi.

3. Tipologie di ABS

Negli Stati Uniti si distingue tra titoli emessi a fronte di prestiti ipotecari, le *Mortgage-Backed Securities (MBS)*, a loro volta distinti in *Residential (RMBS)* e *Commercial (CMBS)* e tutti gli altri titoli cui è propriamente riservata la denominazione di *Asset-Backed Securities*.

Al di fuori degli Stati Uniti quest'ultima denominazione indica generalmente tutti i titoli nascenti da

generato da un "pacchetto", o pool, o portafoglio, specificatamente individuato, di attività con caratteristiche omogenee. Il cash flow che copre il fabbisogno per i pagamenti del rendimento e/o del rimborso del capitale dei titoli è detto sottostante o collaterale" [F. CESARINI, D. ZUCHELLI, A. LORASCHI, AE ASSONEBB (ASSOCIAZIONE NAZIONALE ENCICLOPEDIA DELLA BANCA E DELLA BORSA), *Asset-Backed Security (ABS)*, Rivista Bankpedia, in <http://www.bankpedia.org/>].

² La *Government National Mortgage Association (GNMA)* o *Ginnie Mae* fu costituita nel 1938 durante la Grande Depressione come parte del *New Deal*, dal 1968 è una *public company* a capitale diffuso (K. PICKERT, *A Brief History of Fannie Mae and Freddie Mac*, Time, July 14, 2008). "Today, *Ginnie Mae securities* are the only mortgage-backed securities that are backed by the "full faith and credit" guaranty of the United States government, although some have argued that *Fannie Mae and Freddie Mac securities* are de facto or "effective" beneficiaries of this guarantee after the US government rescued them from insolvency in 2008" [D. KOPECKI, *Fannie, Freddie Have 'Effective' Guarantee*, Federal Housing Finance Agency (FHFA), October 23, 2008, Bloomberg].

³ La *Federal Home Loan Mortgage Corporation* o *Freddy Mac* costituita nel 1970 per espandere il mercato secondario dei mutui ipotecari (K. PICKERT, cit.).

⁴ La *Federal National Mortgage Association*.

⁵ Per le *German Pfandbriefe*, v. R. G. AVESANI, A. GARCÍA PASCUAL, E. RIBAKOVA, *The Use of Mortgage Covered Bonds*, IMF, 2007, in particolare pagg. 9 e 20.

⁶ in <http://www.bankpedia.org/index.php/it/86-italian/a/18435-asset-backed-security>.

⁷ In data 23 dicembre 2013, è stato pubblicato in G.U. n. 300 il Decreto Legge n. 145 (il "Decreto n. 145"), in vigore dal 24 dicembre 2013, recante *inter alia* interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia".

In particolare, con l'articolo 12 del Decreto n. 145, rubricato "*Misure per favorire il credito alla piccola e media impresa*", sono state introdotte alcune modifiche alla Legge 30 aprile 1999, n. 130 in materia di cartolarizzazione di crediti.

⁸ Per le vicende connesse all'origine del termine il rinvio è a L. S. RANIERI, *The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential*, (pag. 31 e segg.), in L. T. KENDALL, M. J. FISHMAN, *A Primer on Securitization*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, 1996-2000.

⁹ F. CESARINI, D. ZUCHELLI, A. LORASCHI, AE ASSONEBB (ASSOCIAZIONE NAZIONALE ENCICLOPEDIA DELLA BANCA E DELLA BORSA), *Asset-Backed Security (ABS)*, cit., F. FERRAGINA, *La cartolarizzazione per finanziare le piccole e medie imprese distrettuali. Struttura e protagonisti dell'operazione*, Contabilità finanza e controllo, n. 10, 2006, Il Sole 24 Ore, pag. 786 e segg..

¹⁰ "*Bowie bonds, issued in 1997, had an interest rate of 7.9% and a life of 10 years. The Bowie bonds were purchased by Prudential Insurance for \$55 million (...). Bowie bonds, issued in 1997, had an interest rate of 7.9% and a life of 10 years. The Bowie bonds were purchased by Prudential Insurance for \$55 million (...). Bowie bonds represented one of the first instances of a bond that used intellectual property as the underlying collateral*", in *Bowie Bond*, in <http://www.investopedia.com/>.

¹¹ P. FURMAN, *Investment Banker Hopes to Issue More Rock 'n' Roll Bonds*, New York Daily News, Sec. Business, October 26, 1998, pag. 28 ove: "*A celebrity bond is commercial debt security issued by a holder of fame-based intellectual property rights to receive money upfront from investors on behalf of the bond issuer and their celebrity clients in exchange for assigning investors the right to collect future royalty monies to the works covered by the intellectual property rights listed in the bond*".

¹² Consistono in obbligazioni in dollari emesse per lo più dai Paesi latino americani sul finire degli anni 1980. Le obbligazioni sono state chiamate così in nome di NICHOLAS BRADY, allora Segretario al Tesoro degli Stati Uniti d'America, che propose un accordo di riduzione del debito per i Paesi in via di sviluppo. Sul tema v., in sintesi, il *Brady Plan*, in <http://www.emta.org/>.

¹³ F. CESARINI, D. ZUCHELLI, A. LORASCHI, AE ASSONEBB (ASSOCIAZIONE NAZIONALE ENCICLOPEDIA DELLA BANCA E DELLA BORSA), *Asset-Backed Security (ABS)*, cit..

qualsiasi operazione di *securitization*. L'uso americano denomina inoltre *Asset-Backed Commercial Papers* (ABCP) i titoli a breve termine (tipicamente a 90-180 giorni) "backed" da crediti commerciali.

I *Certificates for Automobile Receivable* (CAR) hanno invece come sottostante i prestiti erogati a privati per finanziare l'acquisto di automobili.

Una distinzione ulteriore viene fatta tra le ABS secondo che siano coperte da un sottostante composto da crediti non cartolari (per le quali si parla di cartolarizzazione in senso stretto) piuttosto che cartolari (p.e. obbligazioni).

In questo secondo caso di parla di "repackaging".

Pratica corrente negli Stati Uniti è quella di migliorare (parzialmente) il *rating*¹⁴ dei titoli emessi con la *senior/subordinated structure* (detta anche *A/B structure*). Questa consiste nella divisione del collaterale in distinti flussi cui corrispondono altrettante *tranche* di titoli con una classe (*class*) *senior* (o A) e una subordinata *junior* (o B; possono esserci più classi subordinate B, C, D ecc.) il cui compito è quello di costituire una sorta di strato protettivo per la classe A.

La classe A resterà indenne, a meno che le perdite che si concreteranno non eccedano l'ammontare delle *tranche* subordinate. Lo stesso risultato può essere ottenuto strutturando i titoli *backed* in *tranche* con diverse scadenze ripartite nei termini di tempo dell'operazione di cartolarizzazione.

L'insieme di titoli ripartito in *tranche* correlate a diversi separati flussi di cassa del *collateral* sono detti *collateralized obligations* (CO).

Si distinguono, in particolare, *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO), *Collateralized Bond Obligation* (CBO), *Collateralized Loan Obligation* (CLO), *Collateralized Debt Obligation* (CDO¹⁵).

Altro strumento finanziario strutturato statunitense è rappresentato dai *Real Estate Mortgage Investment Conduit* (REMIC) che, più propriamente, sono espressione di un veicolo introdotto nel 1987 in seguito a una modificazione della normativa fiscale (*Tax Reform Act of 1986*¹⁶) che assicura un trattamento tributario favorevole per gli emittenti e gli investitori.

Per estensione, REMIC denomina titoli strutturati il cui sottostante è composto di MBS.

Oltre a strumenti strutturati, si hanno anche strumenti derivati: le *Stripped Mortgage Backed Securities* (SMBS), le *Planned Amortization Class* (PAC) e le *Targeted Amortization Class* (TAC).

4. Gli intermediari di emissione di ABS

Intermediari del processo di emissione di ABS sono:

- 1) il titolare originario;
- 2) la *Special Purpose Vehicle*.

La formazione del *pool*, l'emissione e il collocamento di ABS si articola con modalità e con l'intervento di soggetti diversi anche in ossequio alle legislazioni nazionali.

Nella sua forma tradizionale la cartolarizzazione comporta il trasferimento di attività o di impegni da un titolare originario (*originator*; *originating institution*: banca ed altra organizzazione finanziaria, ma anche enti pubblici previdenziali, enti territoriali, ecc.) a un intermediario¹⁷ parte terza (*conduit*), organizzazione separata appositamente costituita, solitamente denominata "società veicolo", note anche attraverso l'acronimo SPV (dal linguaggio finanziario statunitense), *Special Purpose Vehicle* (detta anche *Special Purpose Entity*, SPE).

A sua volta la SPV emette a fronte del *pool* titoli, negli USA in forma di *bonds*, *certificates*, *commercial papers*, ma anche finanziamenti sindacati ed altro che rappresentano ragioni di credito nei confronti del *pool* di attività specificamente individuato.

Ciò che importa è che la società SPV sia giuridicamente indipendente, nel senso che sia in grado di valutare e di decidere autonomamente l'operazione e che sia veramente *special purpose*, cioè anche professionalmente specializzata in questo tipo di operazioni.

L'obiettivo che si intende concretare è quello di creare titoli facilmente negoziabili, se possibile ad alto *rating*, basati su o derivanti da attività dell'*originator* che ne garantiscono il servizio, ma in modo tale che i titoli vantino diritti solo su tali attività, non anche verso il titolare.

Negli Stati Uniti le SPV sono costituite e intestate spesso a *trust non-business* (*charitable trust*). In tal caso si dice che la SPV è una "società orfana" (*orphan company*).

Il trasferimento può assumere una forma giuridica simile al deposito (procedura *pass through*), o quella della cessione *pro-soluto* (procedura *pay through*).

Nel primo caso la società SPV procede ai pagamenti agli investitori con la stessa cadenza e con le medesime fluttuazioni del flusso di cassa (le somme che ogni mese vengono incassate sono trasferite pro quota agli investitori, dedotte commissioni e spese).

Nel secondo caso i pagamenti agli investitori sono fatti a cadenza regolare contrattualmente stabilita, indipendentemente dall'andamento del *cash flow* collaterale.

5. Connotazioni identificative e caratteristiche delle operazioni di finanza strutturata

Un'operazione di finanza strutturata comporta la messa in *pool* di attività patrimoniali e la susseguente vendita agli investitori di titoli di credito suddivisi in *tranche*¹⁸ ed emessi a fronte dei flussi monetari generati dalle attività stesse¹⁹.

¹⁴ V. *infra* par. 7.

¹⁵ In relazione ai fattori di rischio connessi ai contratti basati sui CDS, sia su nominativi singoli, sia su indici dei CDS, v. M. S. GIBSON, *Understanding the Risk of Synthetic CDOs*, Finance and Economics Discussion Series, The Federal Reserve Board, Washington, July, 2004, pagg. 76, 77, in <http://www.federalreserve.gov/>.

¹⁶ Public Law 99-514, H.R. 3838.

¹⁷ Sul ruolo dell'intermediazione nella creazione di valore e sulla questione (rilevante) dell'asimmetria informativa nei mercati, v. J. MITCHELL, *Financial Intermediation Theory and the Sources of Value in Structured Finance Markets*, Department of International Cooperation and Financial Stability, National Bank of Belgium, December, 2004, pagg. 5-9, in <https://www.bis.org/>.

¹⁸ Si tratta di "classes of securities (...) issued, each with distinct risk-return profiles. (...) Assets in the collateral pool can range from cash instruments (eg residential mortgages,

Tale pratica ha assunto importanza crescente come mezzo per il *trasferimento del rischio creditizio* (*credit risk transfer*, CRT)²⁰, e il volume delle emissioni è aumentato rapidamente negli ultimi anni di pari passo con i progressi tecnici compiuti nella modellizzazione di detto rischio.

Analogamente ad altre forme di trasferimento del rischio creditizio - come i *credit default swap* (CDS)²¹ ed i titoli *pass-through*²² - gli strumenti finanziari strutturati possono essere impiegati per ripartire il rischio medesimo fra le istituzioni finanziarie o i vari settori.

Una differenza consiste, tuttavia, nel fatto che, mediante il frazionamento in *tranche*, questi strumenti finanziari operano anche una **trasformazione del rischio**, generando esposizioni verso segmenti diversi della distribuzione delle perdite nel sottostante *pool* di attività.

A causa di tale segmentazione e delle strutture contrattuali necessarie per realizzarla, il loro profilo di rischio-rendimento può essere particolarmente difficile da valutare.

I *rating*²³, essendo basati sul momento primo della distribuzione delle perdite relative a un dato titolo, presentano dei limiti intrinseci come misura della rischioosità degli strumenti in *tranche*.

Per svariate ragioni, alcune delle quali saranno trattate più oltre, i prodotti strutturati possono risultare più efficaci di altri strumenti nell'affrontare i problemi di selezione avversa e di segmentazione nei mercati finanziari. Ciò rende detti prodotti appetibili per un'ampia gamma di operatori.

credit card receivables, loans and bonds) to synthetic exposures, such as credit default swaps (CDSs). Depending on the nature of these assets, pools may contain large numbers of relatively homogeneous individual holdings (eg several tens of thousands of consumer loans) or may be made up of rather heterogeneous exposures to a limited number of obligors (ie some 50-150 in the case of CDOs, ie collateralised debt obligations)"; in COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS), *Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, The role of ratings in structured finance: issues and implications*, Bank for International Settlements (BIS), Basel, Switzerland, January 2005, pag. 4 e segg. (Key characteristics of structured finance).

¹⁹ A. B. ASHCRAFT, *How does tranching create economic value?*, Banking Studies Federal Reserve Bank of New York, 15 January 2005, in <https://www.bis.org/>.

²⁰ Sul tema v. COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS), *Credit risk transfer. Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System*, Bank for International Settlements Press & Communications, Basel, Switzerland, January 2003, pag. 2, in <http://www.bis.org/> ove si sottolinea che "there are a number of aspects of CRT which raise policy issues and which, at least in some cases, might point to the need for a policy response (...). Some of the main ones are as follows: Transparency, Aggregate data, Rating agencies, Diversification and concentration, Contract design, Risk management, Accounting, Regulation", e EUROPEAN CENTRAL BANK, *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, European Central Bank, Frankfurt am Main, Germany, May 2004, pag. 6 e segg. ove si individuano quali temi di rilievo i seguenti: "Risks related to CRT transactions, Risk management, Business models and strategies, Policy implications". Ancora in relazione alla migrazione dei crediti alla finanza strutturata e al tema dei *rating*, v. R. VIOLI, *Credit Ratings Transition in Structured Finance*, CGFS Working Group on Ratings in Structured Finance, pagg. 5-10, Banca d'Italia, Economic Research Department, Rome, December, 2004, in <https://www.bis.org/>.

²¹ Strumento derivato (*financial swap*) che ha la funzione di trasferire il rischio di credito e classificato come uno strumento di copertura. Si veda anche G. MINUTOLO, *I Derivati Finanziari: Futures e Forwards, Interest Rate Swap ed Options. Definizioni, Analisi del debito. Supporto normativo. Best Execution. Ruolo della banca, Magistra Banca e finanza*, 9 luglio 2007, in <http://www.tidona.com/>. Sul tema v. anche J. D. AMATO, J. GYNTELBERG, "CDS index tranche" e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio, in *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005, pagg. 75-89, in <http://www.bis.org/>.

²² A "pass-through" security or certificate is "a pool of fixed-income securities backed by a package of assets. A servicing intermediary collects the monthly payments from issuers, and, after deducting a fee, remits or passes them through to the holders of the pass-through security" (<http://www.investopedia.com/terms/>).

²³ I. FENDER, J. MITCHELL, *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating*, in *Rassegna trimestrale BRI*, Giugno 2005, pag. 73 e segg..

Fra i motivi che inducono gli intermediari finanziari a emettere prodotti strutturati figurano l'accesso a nuove fonti di provvista, la riduzione del capitale economico o regolamentare e le opportunità di arbitraggio.

L'interesse degli investitori proviene dai portafogli e dall'aspettativa di rendimenti allettanti in un contesto di bassi tassi di interesse.

Gli strumenti finanziari strutturati possono essere definiti in base a tre distinte caratteristiche²⁴:

- 1) **messa in pool di attività** (sia esistenti sul mercato, sia create sinteticamente);
- 2) **dissociazione del rischio creditizio del pool di attività dal rischio creditizio del titolare delle stesse** (*originator*), solitamente mediante il trasferimento delle attività sottostanti a una società autonoma di breve durata costituita *ad hoc* (società veicolo);
- 3) **frazionamento in tranche** delle passività emesse a fronte del *pool* di attività.

Mentre le prime due caratteristiche sono presenti anche nelle operazioni di cartolarizzazione classiche, la terza è distintiva dei prodotti finanziari strutturati.

Un aspetto fondamentale del frazionamento in *tranche* è la possibilità di creare una o più classi di titoli con *rating* più elevato di quello medio del sottostante *pool* di attività, ovvero di generare titoli dotati di *rating* partendo da un *pool* di attività che ne sono prive.

Ciò avviene impiegando le forme di supporto creditizio specificate all'interno della struttura per la creazione di titoli con differenti profili di rischio-rendimento. Un esempio di siffatti supporti è la presenza di differenti gradi di prelazione.

La *tranche* subordinata di prima perdita (*tranche equity*) assorbe le insolvenze iniziali fino al suo esaurimento.

Essa è seguita dalla *tranche* mediana (o mezzanine) che assorbe parte delle perdite addizionali e che è a sua volta seguita dalle *tranche* di rango ancora superiore (*senior*).

Tale segmentazione implica che i titoli *senior* dovrebbero risultare protetti - se si eccettuano circostanze particolarmente avverse - dal rischio di insolvenza del *pool* di attività grazie all'assorbimento delle perdite da parte dei titoli subordinati.

6. La complessità della finanza strutturata

La messa in *pool* di attività e il frazionamento in *tranche*, pur essendo alla base della creazione di valore nella finanza strutturata, costituiscono anche i principali fattori all'origine di quella che può essere definita la "complessità" degli strumenti in questione.

Riguardo al primo aspetto, per una corretta valutazione del profilo di rischio-rendimento è necessario modellizzare la distribuzione delle perdite sul portafoglio di attività sottostanti, operazione che può risul-

²⁴ COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS), *Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, The role of ratings in structured finance: issues and implications*, Bank for International Settlements (BIS), January 2005, pag. 1 e segg., Basel, Switzerland, in <http://www.bis.org/>.

tare difficile nel caso di un numero relativamente ristretto di attività eterogenee.

A causa dell'ulteriore elemento di complessità apportato dalla segmentazione in *tranche*, tuttavia, la valutazione di uno strumento finanziario strutturato (ovvero di una *tranche*) non può limitarsi all'analisi delle perdite subite dal portafoglio, ma **deve contemplare anche la modellizzazione della distribuzione dei flussi di pagamento dal portafoglio alle *tranche***, ossia vagliare le caratteristiche strutturali specifiche dell'operazione.

Tali caratteristiche, definite dalle clausole contrattuali, possono prevedere una serie di regole per l'allocazione dei pagamenti in linea capitale e interessi rivenienti dal *pool* e la loro redistribuzione in situazioni di *stress*; questo oltre a specificare i diritti ed i doveri delle parti contraenti.

Di conseguenza, gli strumenti di finanza strutturata originano rischi non collegati a insolvenze del *pool* sottostante, ma che non di meno incidono sul rischio delle *tranche* emesse²⁵. Una possibile causa di tali fattispecie di rischio è il conflitto di interessi dei vari operatori (investitori).

Ad esempio, ai detentori di titoli *senior* viene promesso il pagamento di interessi durante la vita dell'operazione e il rimborso del capitale alla scadenza. I detentori della *tranche equity*, invece, non si attendono alcun pagamento in conto capitale e hanno quindi l'incentivo a ottenere forti rendimenti iniziali prima che le insolvenze comincino ad erodere il valore del loro investimento.

Pertanto, nella misura in cui sono in grado di influenzare la selezione di portafoglio iniziale, essi possono essere indotti a sacrificare la qualità creditizia in cambio di elevati rendimenti, ad esempio includendo nel *pool* crediti con *spread* elevati per un dato livello di *rating*.

7. *Rating* e profili di rischio degli strumenti di finanza strutturata

I *rating* sono valutazioni della perdita attesa (*Expected Loss*, EL) o della probabilità di insolvenza (*Probability of Default*, PD) e rispecchiano, pertanto, una nozione attuariale del rischio di credito che dipende soltanto dal momento primo della distribuzione degli esiti possibili.

Ponendo EL costante, tuttavia, un investimento tenderà a essere più rischioso se la relativa distribuzione delle perdite è più dispersa.

I profili di rischio degli strumenti finanziari sono quindi descritti più compiutamente se le stime di EL o PD vengono integrate con informazioni sull'**incertezza *ex ante*** delle perdite, misurata ad esempio dalla varianza e dai momenti di ordine superiore della distribuzione.

L'incertezza *ex ante* delle perdite è, per parte sua, solitamente designata come perdita inattesa (*Unexpected Loss*, UL).

In riferimento alla finanza strutturata le due considerazioni seguenti meritano di essere menzionate in questo contesto:

- 1) il confronto tra le *tranche* dei prodotti strutturati;
- 2) i raffronti tra strumenti di *rating* analogo.

Esaminiamole partitamente.

7.1. Il confronto tra le diverse *tranche* dei prodotti strutturati

Data l'additività di EL, la suddivisione in *tranche* distribuirà la EL del portafoglio sottostante fra le varie classi di titoli emessi a fronte del *pool*.

La *tranche* subordinata (*equity*), benché normalmente la più piccola in termini di ammontare nozionale, è destinata a sopportare gran parte della EL del *pool*.

Per contro, sulla *tranche* di rango superiore (*senior*), con *rating* elevato, graverà solo una porzione ridotta della EL, nonostante essa rappresenti la parte maggiore del capitale della struttura.

La UL presenta un andamento analogo: in rapporto al rispettivo ammontare nozionale, essa tende ad essere più alta per le *tranche* di rango inferiore. In effetti, il profilo di rischio di una *tranche* di finanza strutturata dipende soprattutto da due fattori: il grado di prelazione o *seniority* (determinato dal limite inferiore della *tranche* stessa) e lo spessore (ossia l'intervallo fra i limiti inferiore e superiore).

Quanto più basso è il grado di prelazione, tanto minore è la protezione dalle perdite e tanto maggiore il livello di rischio della *tranche*. Quanto più la *tranche* è ristretta, tanto più la distribuzione delle perdite tende a differire da quella per l'intero portafoglio, divenendo più bimodale e, quindi, più rischiosa.

7.2. I raffronti tra strumenti con *rating* analogo

Un altro aspetto della finanza strutturata è che la suddivisione in *tranche* può generare profili di rischio sostanzialmente differenti da quelli di un tradizionale portafoglio obbligazionario avente il medesimo *rating* (medio ponderato). Una delle cause è la possibilità di un recupero nullo di capitale per le *tranche* subordinate.

In casi estremi può così accadere che, con l'eccezione delle sole *tranche* "più *senior*", gli investitori perdano l'intero valore del proprio investimento anche in presenza di un tasso di recupero superiore a zero. Quanto più ristretta è la *tranche*, tanto più elevata è la sua rischiosità, poiché bastano meno insolvenze per cancellare il valore della *tranche* stessa una volta che è stata superata la sua soglia inferiore di perdita.

Pertanto, le *tranche* subordinate presentano una più ampia distribuzione degli esiti rispetto ai portafogli obbligazionari.

8. Banca-ponte, società di *rating*, investitori

L'organizzazione di operazioni di *securitization* è attività tipica delle *Merchant Banking*.

²⁵ P. O. COUSSERAN, K. HALL, I. VON KOEPPEN-MERTES, Y. NAKATA, *Background-Note. Working Group on Ratings in Structured Finance. Non-Credit Risks In Structured Finance Transactions And The Role of Rating Agencies*, 2004, al citato Report del 2005.

Nell'organizzazione dell'operazione intervengono uno o più *advisor* (una banca o altra organizzazione che presta consulenza per lo studio di fattibilità e per la stesura del progetto) e gli *arranger* che operano come *brokers* del collocamento dei titoli.

Entrambi possono essere più d'uno e sono di solito banche o filiazioni bancarie.

Una banca organizzatrice (detta anche *sponsor*, o *manager*, nella sua attività di organizzazione), oltre a prestare consulenza, può rendersi cessionaria dei crediti e operare come banca-ponte (*bridge bank*) tra l'*originator* e la SPV, procurando di collocare l'emissione e di fare *trading* in modo da creare e mantenere un mercato secondario per i titoli emessi.

Operando come *loan servicer* (o *servicing agent*) la banca può fornire, inoltre, linee di credito (*servicer's advance facility*) per dare liquidità al progetto di cartolarizzazione nelle fasi cruciali, in particolare anticipando gli incassi entro un ammontare massimo prestabilito quando i flussi di cassa rivenienti dal portafoglio cartolarizzato non raggiungono per la SPV i minimi contrattualmente predefiniti.

La banca può prestare garanzie e strumenti di copertura contro i rischi di cambio e di tasso.

Garanzie parziali o totali sono fornite talvolta anche dal titolare originario o da altri soggetti. Questi interventi di *credit enhancement* sono diretti a migliorare la qualità del collaterale e, quindi, il *rating* delle ABS.

Se cessionario è una banca (se cioè le attività non sono trasferite direttamente alla SPV), questa emette speciali titoli (*credit linked notes*) che sono ceduti a società SPV che a loro volta finanzieranno l'acquisto col collocamento di loro obbligazioni o di altri strumenti finanziari.

Altra figura che entra nel processo sono le agenzie di *rating* che valutano i rischi dell'operazione e attribuiscono ai titoli un giudizio sintetico, il *rating*.

Le tre società di *rating* operanti a livello mondiale sono Standard & Poor's²⁶, Moody's²⁷ e Fitch²⁸ (che ha acquisito, nel 2000, il controllo della quarta società di *rating* Duff & Phelps²⁹).

Infine l'operazione si chiude col collocamento delle obbligazioni sul mercato, presso investitori istituzionali e risparmiatori.

Per facilitare l'accesso dei risparmiatori le ABS, se hanno i requisiti richiesti, sono quotate in Borsa (nel

nostro Paese all'EuroMOT³⁰ di Borsa Italiana S.p.A.). Una banca può, dunque, entrare nella *securitization* come organizzatore *adviser* e *arranger*, cessionario, *originator*, banca-ponte *servicer*, investitore.

9. La nuova strategia delle banche e l'utilizzo inefficiente delle cartolarizzazioni

Il *crack* di Wall Street nell'ottobre del 1929, l'enorme crisi bancaria del 1933 e il periodo prolungato di crisi economica negli Stati Uniti e in Europa degli anni '30 portarono il presidente Franklin Delano Roosevelt e, in seguito, i governi europei a normare in modo rigoroso il settore finanziario e questo al fine di evitare la ripetizione di gravi crisi di Borsa e bancarie.

Come mostrano CARMEN M. REINHART e S. ROGOFF KENNETH³¹ (economisti neoliberali nordamericani)³², queste misure politiche hanno permesso di ridurre drasticamente il numero di crisi bancarie nel corso dei trent'anni che hanno seguito la seconda guerra mondiale³³.

Secondo le loro analisi (per altro fortemente inserite nel pensiero dominante), la quantità molto ridotta di crisi bancarie si spiega principalmente "attraverso la repressione dei mercati finanziari interni (a livelli differenti), e poi grazie a un ricorso massiccio al controllo dei capitali durante parecchi anni, dopo la seconda guerra mondiale".

Una delle misure forti prese da ROOSEVELT e dai governi d'Europa (particolarmente a causa della pressione della mobilitazione popolari alla fine della seconda guerra mondiale) consistette nel regolamentare strettamente l'uso che le banche potevano fare del denaro pubblico. Questo principio di protezione dei depositi dette luogo alla separazione tra le banche di deposito e le banche d'investimento, la cui forma più conosciuta fu la legge americana detta "*Glass Steagall Act*"³⁴ nonostante essa sia stata applicata con diverse varianti anche nei Paesi europei.

Con questa separazione dei mestieri bancari, solo le banche di deposito (o banche commerciali) potevano raccogliere i depositi pubblici che beneficiavano di una garanzia da parte dello Stato.

Parallelamente a ciò, il loro campo di attività era ridotto alla concessione di prestiti a privati ed imprese

²⁶ La Standard and Poor's Corporation (S&P) è posseduta dal gruppo McGraw-Hill (il cui azionista di maggioranza è rappresentato dalla Capital World Investment), società quotata allo Stock Exchange di New York. La Capital World Investment è contemporaneamente il primo azionista di Standard & Poor's (detiene il 10,26% della casa madre McGraw-Hill) e il secondo maggiore socio di Moody's (con il 12,60%). V. M. LONGO, *Agenzie di rating e azionisti: il grande conflitto di chi deve valutare*, Il Sole 24Ore, 17 gennaio 2012.

²⁷ La Moody's Corporation è una società privata con sede a New York che esegue ricerche finanziarie e analisi sulle attività di imprese commerciali e statali ed è quotata al New York Stock Exchange. Azionista di controllo è il magnate statunitense WARREN BUFFETT.

²⁸ Società posseduta per il 50% dalla francese Fimalac S.A., di MARC LADREIT DE LACHARRIÈRE (attraverso la sua controllante totalitaria Groupe Marc de Lacharrière e per il 50% dalla Hearst Corporation di New York).

²⁹ G. PRESTI, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali. Imprese, banche, risparmiatori* (Atti del convegno di Courmayeur del 26 settembre 2008, Centro Nazionale di Prevenzione e difesa Sociale), Giuffrè Editore, 2009, pag. 80.

³⁰ È un segmento del mercato regolamentato MOT, gestito da Borsa Italiana S.p.A. in cui si negoziano, in quantitativi minimi (lotto minimo) o loro multipli, Euroobbligazioni, Obbligazioni di emittenti esteri e Asset Backed Securities (Borsa Italiana, Glossario).

³¹ C. M. REINHART, professoressa universitaria, è consulente del Fondo Monetario Internazionale (FMI) e della Banca Mondiale; S. ROGOFF KENNETH è stato economista capo del (FMI).

³² In C. M. REINHART, S. ROGOFF KENNETH, *Questa volta è diverso. Otto secoli di follia finanziaria*, Il Saggiatore, 2010.

³³ Ma non hanno impedito, tuttavia, il ripetersi periodico di successive gravi crisi, generate dal sistema bancario/finanziario, quale quella sistemica in atto almeno sin dal 2006 - 2007, periodo nel corso del quale si è generata la c.d. crisi statunitense dei *mutui subprime* (anche *Subprime lending*, *B-Paper*, *near-prime* o *second chance*), questa espressione identificativa di prestiti rischiosi concessi a un soggetto che non può accedere ai tassi di interesse di mercato, in quanto ha avuto problemi pregressi nella sua storia di debitore (*ex pluris v. Greenspan: è la crisi peggiore da un secolo*, Milano Finanza Trader, 15 settembre 2008).

³⁴ La Public Law 72-44, 72d Congress, H.R. 9203 del 27 febbraio 1932 ha anticipato il Banking Act (3rd Congress, Sess. I. CHS. 87-89, June 15, 16, 1933) che ne ha conservato la denominazione desunta dai suoi promotori (CARTER GLASS, a US Senator from Virginia and HENRY B. STEAGALL, the Congressman from Alabama's 3rd congressional district). V. anche Great Britain, TREASURY COMMITTEE, HOUSE OF COMMONS., *Financial Stability and Transparency: Sixth Report of Session 2007-08*, Stationary Office Limited, London, 3 marzo 2008; pag. 18 e segg..

ed escludeva l'emissione di titoli, si trattassero di azioni o di qualunque altro strumento finanziario.

Le banche di affari (o banche di investimento) dovevano, a loro volta, captare le risorse sui mercati finanziari al fine di poter emettere titoli, azioni ed altri strumenti finanziari.

In Europa, dopo la seconda guerra mondiale, la forte regolamentazione del settore bancario e, in certi casi, la nazionalizzazione di una parte importante dello stesso, vanno messe in relazione con le dure lotte sociali che esprimevano la volontà di una rottura con la società degli anni '30, il rifiuto dei magnati della finanza che avevano sostenuto o collaborato con i nazisti ed i fascisti e vi si erano grandemente arricchiti.

La svolta neolibérale della fine degli anni '70 ha rimesso in causa queste regolamentazioni. Una ventina di anni più tardi la deregolamentazione bancaria, e in generale finanziaria, aveva fatto dei passi da gigante. Come rilevano S. ROGOFF KENNETH e CARMEN M. REINHART, le crisi bancarie e di Borsa si sono moltiplicate a partire dagli anni '80, in forme sempre più acute.

Nel modello bancario tradizionale, ereditato dal prolungato periodo di regolamentazione, le banche valutano e sopportano il rischio del credito; in altre parole esse analizzano le domande di credito, decidono o meno di soddisfarle e, una volta consentiti i prestiti, li conservano in bilancio fino al loro termine (si parla qui del modello *originate to hold* (OTH), "*crea per conservare*" ovvero "*crea e conserva*").

Grazie alla deregolamentazione finanziaria, le banche hanno potuto abbandonare il modello "*crea e conserva*" per poter rinunciare al rendimento sul patrimonio netto.

Le banche hanno fatto massicciamente ricorso alla cartolarizzazione che consiste nel trasformare i crediti bancari posseduti in titoli finanziari che esse possono rivendere.

L'obiettivo perseguito è semplice: non conservare più nei propri conti i crediti, e i rischi che vi afferiscono, e disporre di margini di manovra supplementari per realizzare ancora più profitto.

Le banche hanno così trasformato i crediti in titoli sotto forma di "*prodotti finanziari strutturati*" che poi hanno venduto ad altre banche o ad altre istituzioni finanziarie private.

Si parla qui di un nuovo modello bancario detto *Originate To Distribute* (OTD) "*crea per distribuire*", chiamato anche "*crea, riassume e vendi*".

Questo sistema rappresenta un doppio vantaggio per le banche: quando tutto va bene, esse diminuiscono il rischio facendo uscire dal loro attivo i crediti che esse hanno concesso e inoltre esse dispongono di mezzi ulteriori per speculare.

10. Il ritorno alle utilità delle ABS: la finanza strutturata e il vantaggio per il sistema industria

La recente crisi, che ha investito il sistema finanziario internazionale, vede quindi tra i *driver della crisi*, la crisi del modello dell'intermediazione creditizia *Ori-*

ginate To Distribute, che attinge il proprio *funding* del mercato mobiliare.

In sostanza, nell'ambito del modello d'intermediazione creditizia OTD, la cartolarizzazione si trasforma da processo virtuoso in una degenerazione della finanza strutturata.

La preferenza di questo modello a discapito di quello fondato sulla intermediazione o *Originate To Hold* (OTH) sono stati determinati da:

- 1) crescente sviluppo del fenomeno della disintermediazione e
- 2) dei mercati mobiliari, nonché
- 3) il costo crescente della regolamentazione relativamente ai requisiti patrimoniale con il conseguente impiego di fattori costosi e scarsi, e
- 4) la sempre maggiore competitività del settore bancario.

La banca che attua il modello OTD attraverso l'utilizzo sistemico della cartolarizzazione, diversamente da quello che utilizza il sistema OTH, aumenta la produttività del capitale; ciò in quanto risparmia sul capitale proprio e su quello destinato a riserva di liquidità³⁵ e realizza un margine rappresentato da una plusvalenza sulla vendita dei prestiti, al quale spesso si aggiungono ricavi da commissioni attive per le attività di amministrazione gestione (*servicing*) prestata dall'*intermediario - originator*.

In questo contesto la banca deve diversificare le proprie attività di intermediazione mobiliare attraverso una reintermediazione degli scambi nei confronti della propria clientela: tale modello (quello dell'intermediazione mobiliare) produce assetti di stato patrimoniale e conto economico differenti, dove il sistema impresa appare sempre più rimanere estraneo ai vantaggi del sistema OTD.

Prendendo ad esempio un nuovo modello che possiamo immaginare per gli *asset* immobiliari possiamo studiarlo come sistema di approccio ad altri *asset* aziendali.

Ripensando il modello operativo del *real estate* nel contesto più ampio della gestione del credito.

Vale a dire una gestione degli immobili (i.e.: *asset*) non più collaterale da parte delle banche, bensì una attività caratteristica, attraverso una gestione orizzontale dell'intera catena del valore che interessa l'immobile posto a garanzia.

Questo solo perché una vista integrata del ciclo di vita del "*credito/real estate*", consente agli istituti finanziari di trovare soluzioni alternative ai tradizionali modelli di recupero delle sofferenze.

Si possono immaginare (e non solo nella fase di deterioramento del credito) due ipotesi di coinvolgimento della banca nell'immobiliare più ampio attivo:

- a) per le posizioni deteriorate: si possono ipotizzare soluzioni con unità immobiliari dedicate (come Santander e BBVA³⁶), chiudendo le posizioni in sofferenza e trasferendo gli immobili

³⁵ G. GORTON, G. PENNACCHI, *Financial Intermediaries and Liquidity Creation*, The Journal of Finance, Wiley for the American Finance Association, Vol. 45, No. 1, March 1990, pagg. 49-71, in <http://www.jstor.org/>.

³⁶ La BBVA è il Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, gruppo bancario multinazionale spagnolo con un'origine a forte connotazione regionale (Paesi Baschi).

a un veicolo (bancario) separato e spingendo la cessione anche con prodotti finanziari *ad hoc* (finanza strutturata) (inserire tanti filtri lungo il ciclo di vita degli immobili a garanzia).

Insomma un nuovo modello che comprende un' "integrazione della visione orizzontale" con le competenze "verticali" con un'organizzazione in grado di monitorare attentamente il ciclo di vita dell'immobile (i.e.: *asset*) a garanzia che attinge di volta in volta a competenze specifiche;

- b) per gli attivi aziendali non deteriorati o prossimi al deterioramento o con passivi squilibrati, ma non di meno per "attivi sani con prospettive di sviluppo" ben potrebbe immaginarsi un sistema di "auto cartolarizzazione" da parte dell'impresa, inteso come quel processo che attivando la trasformazione della classe di rischio del proprio attivo (tramite il conferimento del proprio *asset* al proprio fondo UCITS³⁷) (con modificazione della *duration*³⁸ del proprio attivo e passivo) possa condurre alla genesi della raccolta di nuova finanza, attraverso sistemi rivolti a sistema internazionale e/o nazionale che consentano la "lettura" (come collaterale) di tali *asset* ora trasformati in titoli (quotati) possa fungere da collaterale per la raccolta di nuova finanza, da parte di investitori (spesso internazionali) sensibili a queste forme di "securitization": una nuova forma del credito al sistema impresa.

³⁷ *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, secondo la disciplina della Direttiva 2009/65/EC del 13 luglio 2009 (come modificata dalla Direttiva 2014/91/EU del 23 luglio 2014), provvedimenti comunitari che, tra il 2010 e il 2016, sono stati integrati da altri Regolamenti e Direttive.

³⁸ Si tratta della "Durata Media Finanziaria", indicatore sintetico del rischio di tasso di interesse di un titolo obbligazionario. È definita come "scadenza media dei flussi di cassa attesi, ponderata per il contributo del valore attuale di ciascun flusso alla formazione del prezzo" (Glossario della Borsa Italiana, in <http://www.borsaitaliana.it>).